

信用等级公告

联合〔2020〕3234号

联合资信评估有限公司通过对中建国际投资集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中建国际投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中建国际投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月十九日



中建国际投资集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 不超过 15.00 亿元

本期中期票据期限: 不超过 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 补充营运资金和偿还本部及下属企业金融机构贷款

评级时间: 2020 年 8 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型 V3.0.201907	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
股东支持			2	

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中建国际投资集团有限公司 (以下简称“公司”) 是中建系统重要的投资企业之一, 主要负责基础设施建设、投资管理、运营等业务。公司行业地位显著、综合竞争实力强、持续获得股东有力支持, 公司积极拓展多元化业务模式、营业收入快速增长, 盈利能力显著提高、融资渠道畅通。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司面临较大的投资支出压力、经营活动现金流持续净流出, 债务规模快速增长、资产流动性弱、高速路项目已计提减值等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务的规模和结构影响不大, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

公司在手项目充足, 未来随着项目陆续投产及运营, 公司营业收入和利润规模有望保持稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极低。

优势

1. 竞争实力强。公司是中国建筑国际集团有限公司 (股票代码: 03311.HK, 以下简称“中国建筑国际”) 在中国内地开展投资业务的总部企业, 也是中建系统重要的投资企业之一, 截至2019年底, 公司在手合同总额1362亿元, 充分发挥了投资带动作用, 在行业地位方面具备显著优势。

2. 持续获得股东有力支持。自公司成立以来, 公司股东中建国际投资集团有限公司 (HK) 多次以现金形式对公司增资合计26.17亿美元; 公司拥有跨境双向人民币资金池额度78.71亿元, 可与中国建筑国际进行资金自由往来; 且持续获得各类奖励资金及政府补助。

3. 多元化业务模式。公司积极拓展产业园投资、安置房定向回购、“工改”项目等, 多元化的业务模式有利于提高公司的资金周转效率, 同时分散单一业务模式风险, 提升抗风险能力。

4. 营业收入快速增长, 盈利能力显著提高。近年来, 公司营业收入和利润总额规模快速增长, 2019年分别为186.57亿元和

分析师：朱煜 王默璇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

30.94亿元，近三年年均复合增长15.06%和160.34%。2019年，公司营业利润率和净资产收益率分别为24.95%和10.84%，同比增长10.90个百分点和8.00个百分点。

5. **融资渠道通畅。**公司与多家银行建立了长期的合作关系，截至2020年3月底，公司共获各家银行授信总额为753.95亿元，尚未使用授信额度379.25亿元，公司融资渠道通畅。

关注

1. **经营活动现金流持续净流出。**近年来，公司控股的PPP项目规模大，且投资回收期较长，公司面临较大的投资支出压力。2017—2019年，公司经营性净现金流分别为-70.10亿元、-56.76亿元和-58.88亿元；2020年一季度经营性净现金流-53.31亿元。

2. **债务规模快速增长。**随着公司业务规模的扩大，建设项目的不断增加，2017—2019年及2020年一季度，公司全部债务分别为134.51亿元、245.48亿元、288.61亿元和350.03亿元，债务规模快速扩张。

3. **资产流动性较弱。**2019年底，公司应收类款项占资产总额的比重为62.51%，存在一定的回收风险；受限资产占资产总额的比重为37.15%。

4. **关注项目运营风险。**公司2018年对阳五高速公路计提资产减值损失3.47亿元。联合资信将持续关注项目运营风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.31	71.26	67.22	62.41
资产总额(亿元)	519.12	735.13	931.47	965.61
所有者权益(亿元)	101.57	147.05	215.71	219.39
短期债务(亿元)	22.73	75.66	70.69	93.42
长期债务(亿元)	111.78	169.83	217.93	256.62
全部债务(亿元)	134.51	245.48	288.61	350.03
营业收入(亿元)	140.92	158.16	186.57	31.23
利润总额(亿元)	4.56	6.81	30.94	4.00
EBITDA(亿元)	13.41	19.73	47.48	--
经营性净现金流(亿元)	-70.10	-56.76	-58.88	-53.31
营业利润率(%)	9.89	14.05	24.95	30.74
净资产收益率(%)	3.12	2.84	10.84	--
资产负债率(%)	80.43	80.00	76.84	77.28
全部债务资本化比率(%)	56.98	62.54	57.23	61.47
流动比率(%)	50.55	54.32	72.29	81.57
经营现金流动负债比(%)	-27.71	-14.20	-12.47	--
现金短期债务比(倍)	1.55	0.94	0.95	0.67
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	12.44	6.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	1.81	3.31	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	256.32	354.64	410.76	428.44
所有者权益(亿元)	99.63	139.70	180.90	180.62
全部债务(亿元)	6.30	37.45	26.28	37.36
营业收入(亿元)	0.87	0.47	0.05	0.21
利润总额(亿元)	1.17	1.78	1.55	-0.29
资产负债率(%)	61.13	60.61	55.96	57.84
全部债务资本化比率(%)	5.95	21.14	12.69	17.14
流动比率(%)	81.48	67.57	87.99	83.51
经营现金流动负债比(%)	7.95	5.71	-13.42	--

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中建国际投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中建国际投资集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中建国际投资集团有限公司（以下简称“公司”，原名中建国际投资（中国）有限公司、中建宏达投资（中国）有限公司），是由中建国际投资集团有限公司（HK）（以下简称“中建国投香港”，原名中建宏达投资有限公司）投资设立的外商独资企业，于 2010 年 12 月 20 日在深圳市市场监督管理局登记注册，总部地址为深圳市。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 27.68 亿美元，实收资本为 172.53 亿元；中建国投香港持有公司 100% 股权，最终实际控制人为中国建筑集团有限公司（以下简称“中建集团”）。公司股权结构图详见附件 1-1。

公司经营范围：一般经营项目是：（一）在国家允许外商投资的领域依法进行投资；（二）受其所投资企业的书面委托（经董事会一致通过），向其所投资企业提供下列服务：1. 协助或代理其所投资的企业从国内外采购该企业自用的机器设备、办公设备和生产所需的原材料、元器件、零部件和在国内外销售其所投资企业生产的产品，并提供售后服务；2. 在外汇管理部门的同意和监督下，在其所投资企业之间平衡外汇；3. 为其所投资企业提供产品生产、销售和市场开发过程中的技术支持、员工培训、企业内部人事管理等服务；4. 协助其所投资企业寻求贷款及提供担保。（三）在中国境内设立科研开发中心或部门，从事新产品及高新技术的研究开发，转让其研究开发成果，并提供相应的技术服务；（四）为其投资者提供咨询服务，为其关联公司提供与其投资相关的市场信息、投资政策等咨询服务；（五）承接其母公司和关联公司的服务外包业务。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设金融

业务部、财务资金部、信息化管理部、法律事务部、大运营管理委员会等 12 个职能部门以及 23 家分公司；公司合并范围内子公司 91 家。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 931.47 亿元，所有者权益 215.71 亿元（含少数股东权益 13.08 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 186.57 亿元，利润总额 30.94 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 965.61 亿元，所有者权益 219.39 亿元（含少数股东权益 13.29 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.23 亿元，利润总额 4.00 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区西丽街道科技园北区科技北二路高新北四道 15 号。法定代表人：杨卫东。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册并发行金额不超过 15 亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为不超过 5 年，按年付息，到期一次还本，募集资金拟用于补充营运资金和偿还公司本部及下属企业金融机构贷款。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前

全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经

济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；

4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低

2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物

和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点,可见二季度经济恢复超预期,主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快,服务业收缩明显

2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%,其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%,其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%;尤其是 5、6 月份,利润总额分别增长 6.0%和 11.5%,增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%,较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升,但下降幅度依然较大。2020 年上半年,国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%,均较一季度大幅回升,但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大,生产者价格同比降幅扩大

2020 年上半年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 3.8%,涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%,涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点;非食品价格上涨 0.7%,涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%,涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年,工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.9%,比上季度(-0.6%)降幅继续扩大,较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.6%,降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长,企业融资成本有所下降

2020 年 6 月底,社会融资规模存量 271.8 万亿元,同比增长 12.8%,较上年末增幅(10.7%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元,比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人

民币贷款新增 12.33 万亿元,较上年同期多增 2.31 万亿元;新增企业债券融资规模 3.33 万亿,较上年同期多增 1.76 万亿;新增地方政府债 3.79 万亿元,较上年同期多增 1.33 万亿元;新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元,较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时,融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%,较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%,较上年同期(分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降,为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降,收支缺口更趋扩大

2020 年上半年,全国一般公共预算收入 9.62 万亿元,同比增长-10.8%,降幅较一季度(-14.3%)有所收窄,但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元,同比增长-11.3%;非税收入 1.42 万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元,同比增长-5.8%,降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看,社会保障与就业支出同比增长 1.7%,虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大,但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外),其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元,较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善

2020 年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困

难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资

为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持

注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调LPR报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元

的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小微企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局

2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成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。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修

复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控及保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影

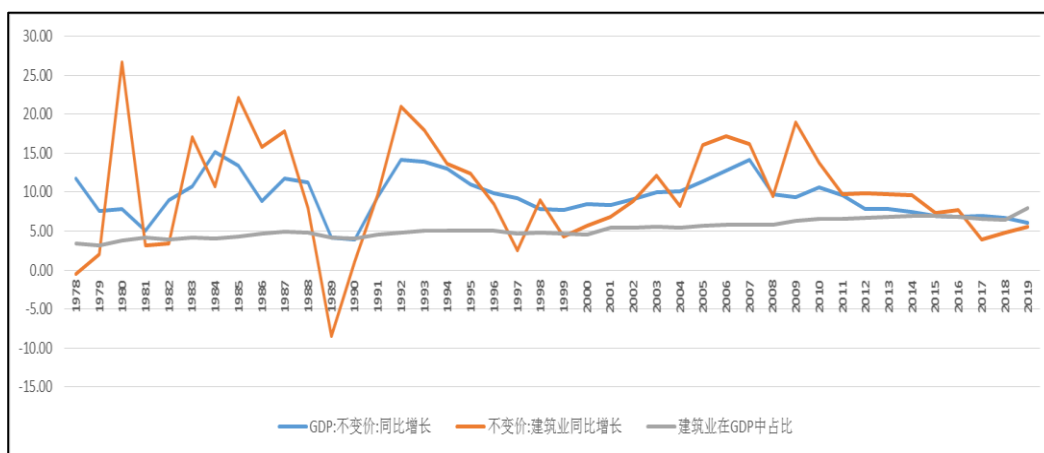
响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 上游原材料供给及下游需求

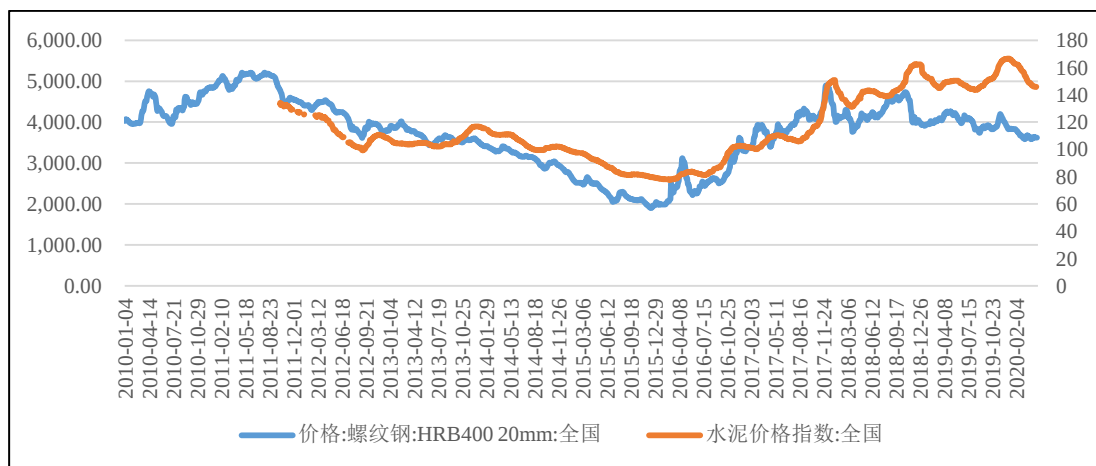
2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，

2020 年的下游需求启动有所延迟,企业自发延长停产时间的概率较大,短期内水泥价格受到一定压制,但伴随政府日趋严格的错峰生产措施,水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面,2018 年以来,钢材价格较为平稳,主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结

构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响,物流运输受限,不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产,同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中,钢材价格短期内受到压制,但随着复工进度的加快,长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源:联合资信根据公开资料整理

2019 年,房地产行业投资仍保持一定韧性,全国基建投资表现低迷。2020 年以来,受“新冠”疫情影响,房企融资环境有望进一步宽松;在基建支持政策持续加码带动之下,基建投资增速可能会有所回升。

2019 年,全国房地产开发投资 132194 亿元,同比增长 9.9%,增速较上年加快 0.4 个百分点。从房地产开发投资的分项看,依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动,2019 年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到 2019 年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费,以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱,短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019 年 12 月,央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴,不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020 年以来,受“新冠”疫情影响,房地产逆周期调节力度有望进一步加大,房企融资环境

有望进一步宽松,房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面,2019 年,地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查,相应配套资金受限;中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响,投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 3.8%,增速较上年同期持平。从细分领域来看,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%,增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点,仍然处于较低水平;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%,增速自 2019 年以来持续回落,其中道路运输业投资同比增长 9.00%,铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2019 年下半年以来,促进基础设施投资建设政策频出,如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基

基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

3. 建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

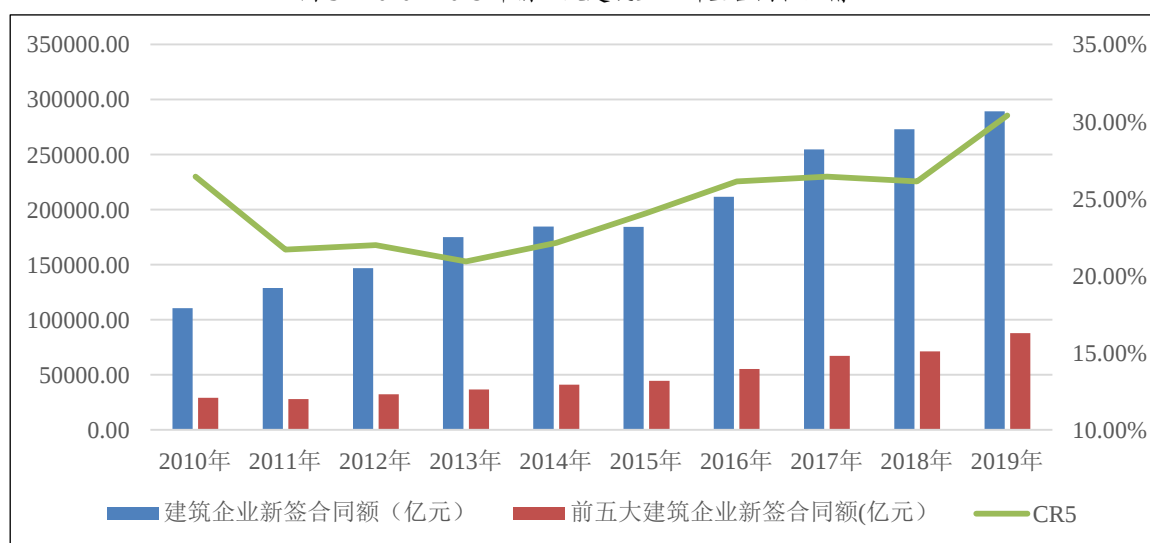
从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建

筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑行业发展趋势

2019年,建筑业继续在国民经济中扮演重要角色;但随着经济向中低增长阶段过渡,建筑业未来增速或将长期放缓,进入中低速增长阶段。短期来看,基建和房地产逆周期调节力度持续加码,资金面保持相对宽松状态,对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看,建筑业行业风险为中等,行业展望为稳定。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底,公司注册资本为27.68亿美元,实收资本为172.53亿元;中建国投香港持股100%,中建集团为公司实际控制人。

2. 技术水平与竞争力

公司是中建系统重要的投资企业之一,通过多年的工程项目建设,公司业务不断向各区域延伸拓展,具备很强的竞争力。

中国建筑国际集团有限公司(股票代码:03311.HK,以下简称“中国建筑国际”)成立于2004年3月,是香港大型建筑商之一,持有五个由工务局发出的最高等级的C牌建造执照,是香港房屋委员会最大NW2承建商之一,也是香港最早获得ISO9001、ISO14001及OHSAS18001国际标准认证的承建商之一。

截至2019年底,中国建筑国际资产总额1614.24亿港元,所有者权益509.08亿港元。2019年,中国建筑国际营业收入616.70亿港元,净利润57.24亿港元。

作为中国建筑国际下属全资子公司,公司定位于大型基础设施项目的投资及运营主体,充分发挥了其作为投资平台公司的战略作用。随着中国城镇化发展,基础设施项目需求不断扩张,公司业务在市政、公路等基建板块重点布局。截至2019年底,公司在手合同共计161个,合同总额1362亿元,充分发挥了投资带

动作用,在行业中具有很强的竞争力。

目前,公司子公司中海建筑有限公司(原名深圳中海建筑有限公司,以下简称“中海建筑”)拥有包括地基基础专业承包壹级、建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程总承包叁级等一系列工程建设领域施工资质,成功参与了贵州省正安至习水高速公路、贵州省雷山至榕江高速公路等项目。

公司凭借央企及外资背景、多元的海内外融资渠道、成熟的工程管理经验等综合优势,现已进驻全国20个省、直辖市,67个地级市,成功发展为集投资建造-运营管理-产业导入-装配建筑于一体的综合企业,是中建系统重要的投资企业。

3. 人员素质

公司高层管理人员均具有大型央企工作经历,相关行业管理经验丰富,员工学历及年龄结构合理,能够满足公司日常经营需要。

截至2020年3月底,公司高级管理人员6人,包括总经理1名、财务总监1名、财务副总监1名、副总经理3名。

张海鹏先生,1976年出生,汉族,硕士学历,高级工程师;曾任中国海外房屋工程有限公司(以下简称“中海房屋公司”)助理经理、副经理、地盘经理,中国建筑国际部门助理总经理、部门副总经理,中海建筑助理总经理、副总经理,深圳海龙建筑制品有限公司(以下简称“海龙建筑”)副董事长、总经理,中国建筑工程(澳门)有限公司(以下简称“中建澳门”)董事、总经理;中国建筑国际助理总经理、副总经理、执行董事、行政总裁,中建澳门总经理、董事长,中国建筑工程(香港)有限公司董事长;现任公司董事长。

杨卫东先生,1970年出生,汉族,硕士学历,高级工程师;曾任安徽省第三建筑工程有限公司技术员、项目经理,中海房屋公司地盘经理,中海建筑副总经理,中国建筑国际部门副总经理,中国建筑工程(香港)有限公司部

门副总经理、部门总经理，海龙建筑总经理；中国建筑国际助理总经理、副总经理，公司助理总经理、副总经理；现任公司总经理、法人代表。

截至 2020 年 3 月底，公司在职人员共有 4286 人。其中，高中及以下学历员工占比 24.97%、大专及本科学历员工占比 64.89%、硕士及以上学历员工占比 10.14%；年龄在 30 岁及以下员工占比 30.00%、31~50 岁之间的员工占比 63.81%、50 岁以上的员工占比 6.19%。

总体看，公司高层管理人员具有大型央企工作经历，具有丰富的相关行业管理经验，员工学历层次较高，能够满足公司日常经营需要。

4. 外部支持

公司是中建系统重要的投资企业之一，近年来，公司在资本金注入、资金保障、政府补贴等方面获得股东及政府的持续支持，且在税收优惠方面得到国家相关政策的有力支持。

公司定位于中国建筑国际下属重要的投资平台，自成立以来，中建国投香港多次以现金形式向公司增资。此外，公司在税收优惠方面也持续得到国家政策等外部有力支持。

(1) 资本金注入

自公司成立以来，公司逐步成为中建国投香港下属重要子公司。中建国投香港多次以现金形式对公司增资合计 26.17 亿美元。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 27.68 亿美元。

(2) 资金保障

作为中国建筑国际的核心子公司及国内总部，公司拥有跨境双向人民币资金池额度 78.71 亿元，公司可在此额度内与中国建筑国际自由往来资金，中国建筑国际境外雄厚的资金实力及低成本、多元化的融资能力为公司提供了强有力的资金保障。此外，截至 2019 年底，中国建筑国际共为公司 122.53 亿元的长期借款提供了保证担保，拓宽了公司的融资渠道。

(3) 所得税优惠

根据《中华人民共和国企业所得税法》第

二十八条规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，按 15% 的税率征收企业所得税。公司下属子公司深圳海龙建筑科技有限公司、山东海龙建筑科技有限公司、安徽海龙建筑工业有限公司通过高新技术企业认定，享受该税收优惠。

(4) 政府补贴

2017—2019 年，公司持续获得各类奖励资金及政府补助 0.35 亿元、0.07 亿元和 0.45 亿元，计入“其他收益”。2020 年一季度获得补助 1221.01 万元，计入“营业外收入”。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用记录》（授信机构版，统一社会信用代码：914403005657224499），截至 2020 年 7 月 29 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。整体看，公司过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 8 月 11 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为合理有效的法人治理结构，公司章程执行情况良好。

公司按照《公司法》的有关要求规范运作，不断完善法人治理结构、建立规范的公司治理制度体系，有效提升了公司治理的水平。

公司为一人有限责任公司，故不设股东会。股东是公司的权力机构，主要行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准公司的年度财务预算方案及决算方案、审议批准董事会及监事会报告等职权。

公司设董事会，是公司的经营战略决策机构，董事会由 7 名董事组成，董事全部由股东委派或更换。董事会设董事长 1 名，由股东任命，任期 3 年，期满后可连选连任。

公司不设监事会，设监事 1 名，由股东委

派，任期3年，期满后可连选连任。

公司设总经理1名，副总经理若干名，财务负责人1名。总经理及其他高层管理人员均由董事会聘任或解聘，任期三年。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司年度财务预决算方案等职权。

2. 管理水平

公司制定了一系列的管理制度，内部控制较为完善，能够为公司项目建设和日常运营提供保障。

公司根据经营管理特点和业务发展需要，建立了一整套较详细的管理制度，包括《投资管理制度》《工程管理制度》《安全生产监督管理制度》《财务管理制度》《产业园类开发项目分包商管理规定》《法律事务管理制度》《信息化管理制度》以及《人力资源管理制度》等一系列内部管理制度及程序。

投资管理方面，公司制定了主张、评审、决策“三分离”的体系：中国建筑国际总办会（中国建筑国际设立的投资评估决策机构）投资专题会议（内地业务）负责对公司上报的投资项目进行全面审议和决策；投资发展部是负责公司投资评审、投资管理等工作的职能管理部门，负责全面统筹公司的投资发展业务，不断完善投资发展工作机制，指导和支持地区公司投资业务拓展和管理工作；地区公司负责其所在地区的投资业务拓展和管理，作为公司投资拓展的基本单元、投资立项的主张单位及投资项目实施的实施责任主体，在投资业务上接受投资发展部的归口指导和管理。公司在项目拓展、立项与决策、投资资格获取、过程管控绩效管理、项目终止及评价等方面均采取了规范的过程管控，为完善投资管理体系、规范投资管理程序、健全投资责任机制、提高决策效率、防控投资风险、提升企业内控管理水平提

供了重要保障。

财务管理方面，财务管理实行统一领导、垂直管理、分级负责、独立核算的模式，由分管财务副总经理或财务总监具体分管。公司设立了财务资金部及金融业务部，行使制度建设、预算管理、资金和融资管理、会计核算与财务信息管理、税务管理、资产和投资管理、财务监督和风险管理、财务队伍管理和财务分析、政策调研工作，充分发挥财务管理在服务投资、融资决策及生产经营活动中的作用，确保企业依法合规经营，实现企业价值最大化。

工程管理方面，公司制定了《招标方案一览表》《承包商投标情况分析表》《承包商结算意见书》《工程结算审批表》等一系列合约、成本及风险管控专业表单，规范工程管理部工作程序，充分发挥工程管理部的服务和监督职能，为创造最佳经营效益发挥作用。

安全生产方面，公司制定了《安全生产监督管理制度》，依据架构职责，建立项目安全生产、职业健康、环境保护及文明施工的管理体系。管理体系以文档为体现，并作为项目日常管理与检查的标准。公司及下属子公司，分别设立安全生产委员会，负责对本单位安全生产发展目标、安全生产体系建设、重大安全生产问题进行决策。

子公司管理方面，公司所有规章制度均适用于公司本部及下属所有分公司及子公司，对于子公司的生产经营及风险把控，公司本部均有完整完善的制度进行参考并进行指导。

总体看，公司制定了一系列的管理制度，内部控制较为完善，能够为公司项目建设和日常运营提供保障。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括基础设施建设、投资管理、运营及建筑材料销售等业务。2017—2019年，公司主营业务收入快速增长，分别为

140.71 亿元、157.77 亿元和 183.83 亿元。从构成来看，基础设施建设业务是公司最主要收入来源，近三年收入占比在 85%以上，收入规模呈增长趋势。随着业务的推进，公司基础设施投资管理收入快速增长，2019 年收入规模为 17.48 亿元。目前公司进入运营期项目较少，投资运营业务收入规模较小。建材销售业务对公司主营业务收入形成有益补充。2020 年一季度，公司实现主营业务收入 31.23 亿元，以基

基础设施建设业务收入为主。

从毛利率来看，公司主营业务毛利率快速增长，2017—2019 年分别为 10.03%、14.21% 和 24.56%，主要受业务规模占比较高的基础设施建设业务毛利率增长以及毛利水平高的投资管理收入快速增长影响。2020 年一季度，受基础设施建设业务毛利率提升影响，公司主营业务毛利率 31.06%，较上年底提高 6.50 个百分点。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况表（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设业务	129.67	92.15	7.29	142.53	90.34	8.32	159.34	86.68	16.86	28.75	92.06	30.78
基础设施投资管理业务	4.82	3.43	97.64	11.19	7.09	98.27	17.48	9.51	99.99	1.54	4.93	94.81
基础设施运营业务	1.42	1.01	-73.32	1.72	1.09	-35.64	1.58	0.86	-25.14	0.14	0.45	-421.43
建筑材料销售业务	2.16	1.53	29.23	2.34	1.49	7.80	5.43	2.95	22.07	0.80	2.56	-2.50
监理业务	2.65	1.88	13.47	--	--	--	--	--	--	--	--	--
主营业务收入合计	140.71	100.00	10.03	157.77	100.00	14.21	183.83	100.00	24.56	31.23	100.00	31.06

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

公司按照“投资+项目管理”模式开展业务，通过参与投资和工程管理一体化招投标获取项目。公司作为项目的投资人及施工方，负责建设资金的筹集及项目的施工建设，公司相应确认基础设施建设收入、投资管理收入和运营收入。

（1）基础设施建设业务

近年来，公司基建业务收入稳步增长，以 PPP、安置房定向回购等投资带动施工类项目为主，并拓展了多元化的业务模式；随着业务模式的创新及成本控制，公司基建业务盈利能力快速提升。同时，公司在建项目规模大，未来存在较大的投资支出压力。

公司的基建投资业务主要为公司承建的 PPP、产业园投资、安置房定向回购项目等。公司基础设施建设涉及收费公路、收费桥梁、市政道路、物流等领域。项目的业主方为地方政府、平台公司等。项目获取方面，公司及

子公司中海建筑通过公开招标、竞争性谈判等方式获取项目的投资权及总承包权。中标后，公司按照合同约定设立项目公司，根据施工资质的不同，由子公司中海建筑进行项目管理及施工总承包，并和具体施工单位签订分包合同。

从业务区域分布来看，2019 年，公司新签合同金额 479 亿元，其中，华中区域新签合同额占 17.16%、华东区域新签合同额占 46.00%、西南区域新签合同额占 30.77%，剩余主要分布在华南区域。公司业务主要集中在华东及西南。

收入确认模式方面，公司承建的各类项目在建设期确认建筑施工收入，收入确认按完工百分比确认，其后在运营/回购期确认运营收入/投资收益。账务处理方面，针对已发生成本未结算的部分计入存货（已完工未结算）；现金流量表中，针对并表 PPP 项目，除实缴资本金外其他投入均计入经营性现金流，未并表项目计入投资性现金流。

2017—2019 年，公司基础设施建设业务收

入保持增长，分别实现收入129.67亿元、142.53亿元和159.34亿元。近年来，随着公司成本控制及业务模式的创新，公司基础设施建设业务毛利率快速增长，2017—2019年毛利率分别为7.29%、8.32%和16.86%。2020年一季度，公司实现基础设施建设业务收入28.75亿元，毛利率30.78%。

2017—2019年，公司基建项目合计新签合同额波动下降，分别为646亿元、696亿元和479亿元，主要包括PPP类及其他项目。2019年，公司新签合同金额下降29.17%，系公司业务转型，重点开发“短、平、快”等高周转类项目，此类项目的单体规模相比PPP项目而言较小，从而新签合约额受到了一定的影响。近三年公司期末在手合同额分别为1369亿元、1611亿元和1362亿元。

表3 公司新签及在手合同额统计情况

(单位：亿元、个)

项目	2017年	2018年	2019年
新签重大项目合同额	390	247	237
新签合同总额	646	696	479
重大项目合同额占比	60%	35%	48%
期末在手合同额	1369	1611	1362

注：重大合同是指合同金额在20亿元以上的项目
资料来源：公司提供

按照项目类型来看，公司新签合同中PPP类项目占比高。其中，EPC新签合同占比小，且2019年同比有所下降，系公司主要采取“投资+项目管理”的业务模式，以充分发挥资金和项目管理优势，实现差异化竞争。近年来，由于PPP项目一般期限较长，公司谨慎选择优质项目，项目新签合同金额呈下降趋势。2018年，公司按照政策要求对未入国家财政部库的PPP项目进行了整改及清退：对于接近完工项目将加快项目推进，尽快达到回款期；对于刚启动项目，积极与政府协商回购或退出。目前，存量PPP项目基本已纳入国家财政部库。

公司的手合同以PPP和其他类项目为主。其中，公司其他业务在手合同额快速增长至

643亿元；投资建设类在手合同额呈下降趋势，2019年为69亿元；PPP项目在手合同额波动下降至443亿元，主要系公司战略转型考虑，PPP等长周期项目选择优质项目，增加“短、平、快”等高周转类的项目占比所致。

表4 公司新签及在手合同额统计情况

(单位：亿元)

新签业务类型	2017年	2018年	2019年
EPC	39	88	49
PPP	334	232	225
投资建设	177	71	103
其他	96	305	102
新签合同额合计	646	696	479
EPC	53	148	157
BT	264	147	50
BOT	0	0	0
PPP	514	623	443
投资建设	207	120	69
其他	331	573	643
期末在手合同额合计	1369	1611	1362

注：其他类主要包括产业园投资、安置房定向回购；投资建设类项目为除上述以外的剩余项目类型。

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司确认收入金额前十大建造合同总金额269.77亿元，累计已确认合同收入126.88亿元，当期确认合同收入57.35亿元，累计回款118.04亿元；截至2020年3月底，上述项目累计已确认合同收入131.69亿元，累计回款122.94亿元回款情况较好。

PPP项目方面，公司作为社会资本方负责基建项目的资金筹集、施工建设等工作，通过“使用者付费”“政府付费”“可行性缺口补贴”等方式获得合理的投资回报。账务处理方面，公司按照合同安排成立项目公司，不纳入合并范围的计入长期股权投资；纳入合并范围的，项目公司按照收入或应收对价的公允价值计量，确认为金融资产（采用长期应收款核算成本）或无形资产。

截至2020年3月底，公司签订合同的PPP项目共56个，PPP项目总投资额合计1269.50亿元，项目已投资合计562.09亿元，其中权益投资额340.88亿元。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司主要 PPP 项目情况 (单位: 亿元、年、%)

序号	项目名称	业主	股权情况	合同金额	建设期	运营期	已投资金额	预计总收入	预计总回款
1	贵州省正习高速公路 PPP 项目	贵州省交通厅	30.00	167.09	4	30	150.34	213.54	213.54
2	贵州省印江至重庆市秀山高速公路 PPP 项目	铜仁交通运输局	30.00	70.02	3	30	49.10	118.61	118.61
3	湖北省十堰市扶贫产业园建设 PPP 项目	郧阳工业园区管理委员会	75.00	14.64	2	8	6.23	19.78	22.30
4	湖南省长沙市保税区基础设施 PPP 项目	长沙黄花综合保税区管理委员会	90.00	34.50	2	8	19.09	27.85	45.60
5	湖南省长沙市岳麓山大学科技城 PPP 项目	岳麓区政府	65.00	35.90	3	22	20.73	49.39	91.70
6	福建省泉州市棚户区改造及基础设施 PPP 项目	泉州市鲤城区住房和城乡建设局	79.99	27.71	3	12	2.43	35.31	38.19
7	湖北省襄阳市高新区科技园建设(一期)PPP 项目	襄阳高新投资发展有限公司	70.00	30.40	2	13	10.81	39.75	50.69
8	安徽省滁州市原创科技城一期 PPP 项目	滁州市人民政府	69.00	24.53	3	12	7.54	48.94	33.43
9	贵州黔东南州雷山至榕江高速公路 PPP 项目	贵州高速公路集团有限公司	68.90	118.65	3	30	13.26	296.67	296.67
10	广东省江门市产业园基础设施 PPP 项目	江门市新会区政府	100.00	22.80	3	15	3.26	54.73	45.31
	合计	--	--	546.23	--	--	282.79	904.57	956.03

注: 上述合同金额、已投资金额包括项目施工、股权等全部投资金额
资料来源: 公司提供

拟建项目方面, 公司计划投资湖南长沙市高铁西站产业新城一期工程 PPP 项目, 预计总投资 130.42 亿元, 2020 年计划投资 7.10 亿元。

总体看, 公司控股的 PPP 项目规模大, 仍面临较大的投资支出, 且投资回收期较长, 对公司资金周转效率提出了更高的要求。

存量 BT 项目方面, 公司采用总承包模式负责项目的工程建设, 通过设立项目公司, 由项目公司负责投融资, 政府实施回购。一般分

期建设、完工后分期回购, 包括投资成本及投资回报。账务处理方面, 公司将 BT 项目建设成本计入长期应收款, 收到回款时冲减该科目。

截至 2020 年 3 月底, 公司主要在手存量 BT 项目总投资 211.71 亿元, 已投资 202.95 亿元, 未来尚需投资 8.76 亿元, 累计已回款 115.94 亿元。BT 项目于建设期完成后陆续进入回款期, 支付进度存在一定的滞后性。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司主要在手存量 BT 项目情况 (单位: 亿元、年)

序号	项目名称	业主单位	建设期	运营(回购)年限	计划总投资	已投资额	累计回款	未来回款
1	浙江省温州市鹿城区保障性住房 BT 项目(一、二期)	温州市鹿城区人民政府	3	3	65.10	64.05	47.11	21.2
2	浙江省温州市平阳县还迁安置房 BT 项目	温州市平阳县人民政府	2.5	3	34.38	29.19	19.78	7.32
3	浙江省嘉兴市平湖市还迁安置房 BT 项目(一、二期)	平湖市人民政府	2	2	40.38	38.43	27.11	20.64
4	浙江省台州市黄岩区安置房 BT 项目	台州市人民政府	3.5	2	11.03	11.78	1.49	11.02
5	福建省福州市 G104 国道连江至晋安段改线 BT 项目	福州市人民政府	3	3	36.12	33.38	5.07	30.24
6	湖北省武汉市滨江大道等五项基础设施项目	武汉市城市建设投资开发集团有限公司	2	2	24.70	26.12	15.38	14.79
	合计	--	--	--	211.71	202.95	115.94	105.21

资料来源: 公司提供

BOT 项目方面，公司与政府签署投资协议，通过设立项目公司，由项目公司负责投融资、建设及管理、运营，获取项目收益。运营期间由公司自负盈亏。特许期限结束时公司按约定将设施移交给政府部门。财务处理方面，公司将建设成本计入“无形资产”。建设完成后公司形成运营收费权，实现运营收入；同时对工程进行无形资产摊销；无形资产摊销完毕后，公司将工程无偿移交给业主。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在手 BOT 项目总投资 51.77 亿元，已全部完成投资。公司目前进入运营期的项目为阳泉市阳五高速公路和中国建筑国际阳泉市阳泉至娘子关一级公路水峪至娘子关段项目。（运营情况详见“基础设施投资运营业务”板块）

公司积极拓展投资业务类型，目前业务类型还包括产业园投资、安置房定向回购及“工改”项目等。其中，产业园投资是通过“基建投资+产业导入”的模式，项目公司全面参与产业园开发，包括土地购置、厂房建设等；项目完工后，按照协议具体要求，由业主回购或由公司对园区厂房进行出租、出售。安置房定向回购主要是公司购买土地并进行安置房建设，到期由业主方统一回购的项目。“工改”项目主要是公司对旧厂房、工业园进行改造升级等，到期按照协议要求出售或出租获取投资收益。多元化的业务模式有利于提高公司的资金周转效率，同时分散单一业务模式风险，提升抗风险能力。

（2）基础设施投资管理业务

公司基建投资管理业务收入保持快速增长，毛利率水平高，盈利能力强。

公司作为项目的投资人，需要负责项目建设资金的筹集，并按实际投入资金向业主计取利息。账务处理方面，公司确认利息收入时借长期应收款，贷主营业务收入，发生的相关费用计入管理、财务费用。

2017—2019 年，随着项目的推进，公司

基础设施投资管理业务收入快速增长，分别实现收入 4.82 亿元、11.19 亿元和 17.48 亿元。近年来，公司基础设施投资管理业务毛利率维持在较高水平，2017—2019 年，毛利率分别为 99.99%、98.27% 和 97.64%。2017—2019 年，公司基础设施投资管理业务收入主要来源于郑州海河建设有限公司、温州海嘉建设有限公司和中建国际投资（湖州）有限公司等运营项目。2020 年一季度，公司实现基础设施投资管理业务收入 1.54 亿元，毛利率 94.81%。

（3）基础设施运营业务

目前公司进入运营期的项目较少，收入规模小，处于运营亏损状态，公司已相应计提减值，联合资信将持续关注项目运营风险。未来随着 PPP 项目陆续进入运营，该板块收入规模有望增长。

公司对 BOT、PPP 等投资类项目进行运营。2017—2019 年，公司基础设施运营业务收入波动增长，分别实现收入 1.42 亿元、1.72 亿元和 1.58 亿元。近三年公司基础设施运营业务毛利率为负，2020 年一季度公司基础设施运营业务毛利率大幅下滑主要系受国家政策调控影响，高速公路取消收费，导致收入下降所致。目前公司运营收入来源于高速公路 BOT 项目，分别为阳泉市阳五高速公路投资管理有限公司、中建阳泉基础设施投资有限公司的项目。同期，公司基础设施运营业务毛利率为负主要系受宏观经济影响，高速公路车流量减少，但伴随使用年限增加，公路养护费用逐年增加所致。2018 年底，阳五高速公路特许经营权账面价值 21.00 亿元，经评估机构评估，公司对阳五高速公路计提“无形资产-特许经营权”减值损失 3.47 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司基础设施运营主要资产已实现回款 11.43 亿元。

对于 PPP 项目，根据运营的业务特点，运营模式主要分为自主运营、委托运营和“自主+委托运营”三种。其中，自主运营是由项

目公司承担项目 PPP 合同（含补充协议）约定下全部运营内容和要求；委托运营是项目公司通过招投标等方式委托专业运营单位承担项目 PPP 合同（含补充协议）约定下的运营内容和要求，项目公司负责协调统筹管理。PPP 项目规模较大，包含多个子项目，各子项目进度不一，目前公司尚无正式进入运营期的 PPP 项目。公司在手 PPP 项目规模大，未来随着 PPP 项目完工并陆续进入运营，公司基础设施运营收入规模有望增长。

（4）建筑材料销售

公司从事装配式建筑领域的预制构件销售，近年来收入逐年增加，但毛利率水平波动大。

近年来，公司投资装配式建筑领域，涵盖装配建筑产品的研发、设计与施工业务，在广东、安徽和山东拥有大型装配式建筑基地，已成为国家住宅产业化基地和国家级高新技术企业。

业务模式方面，公司从安徽迅捷物流有限责任公司、合肥孙杨物资有限责任公司等供应商处采购钢材、水泥、砂石等产品，加工预制构件。截至 2019 年底，公司前五名供应商采购金额占 17.11%，集中度较低。在结算模式上，根据下游需求确定采购品种及金额，一般根据订单先预付 10%~15% 的定金，出货后 1 个月内回款 90%~97%。对下游客户的应收账款账龄在 1 个月，应收保固金账龄在 1~2 年。截至 2019 年底，公司前五名客户销售金额占 85.15%，集中度高，客户主要包括上海泾东建筑发展有限公司、上海建工七建集团有限公司和中国建筑第八工程局有限公司等。

2017—2019 年，公司建材销售收入分别为 2.16 亿元、2.34 亿元和 5.43 亿元，毛利率分别为 29.23%、7.80% 和 22.07%，波动较大。2020 年一季度，公司实现建材销售收入 0.80 亿元，毛利率-2.50%，主要系受“新冠”疫情影响，内地市场需求放缓，导致收入大幅降

低。

3. 未来发展

未来，公司将继续强化基建投资业务，契合国家政策导向，在安置房、公路、市政道路、科教文卫公建设施等传统基建领域持续发力，同时积极挖掘进入“新基建”领域的机会，夯实投资带动总承包业务的发展。在现有多种业务经营模式的基础下，进一步优化和深化，并积极探索和引导基础设施持有运营业务模式，同时以旧城改造、新城镇建设、产业新城等为探索重点，实现城镇综合建设业务的突破。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年连审合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年一季度报表未经审计。

从合并范围来看，2018 年公司新纳入合并范围的子公司 21 家，2019 年公司新纳入合并范围的子公司 11 家，均为公司投资设立；2018 年公司转让 2 家子公司，注销 1 家子公司，2019 年公司注销 2 家子公司。2020 年一季度，公司新增 1 家子公司。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 91 家。整体看，公司新纳入合并范围的企业均为公司投资设立，划出合并范围子公司规模均较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近三年来，公司资产总额持续增长，资产中应收类款项占比较大且呈现增长趋势，存在一定的回收风险，资产受限规模较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 33.95%。截至 2019 年底，公司

资产总额 931.47 亿元,较上年底增长 26.71%。

比 63.35%。

公司资产以非流动资产为主,非流动资产占

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.47	6.64	68.51	9.32	66.86	7.18	62.41	6.46
应收账款	12.50	2.41	33.97	4.62	58.36	6.27	67.11	6.95
其他应收款	28.35	5.46	41.11	5.59	80.22	8.61	84.58	8.76
存货	27.10	5.22	46.04	6.26	92.54	9.93	40.61	4.21
流动资产	127.86	24.63	217.14	29.54	341.41	36.65	378.51	39.20
长期应收款	282.77	54.47	392.36	53.37	443.94	47.66	423.66	43.87
长期股权投资	59.86	11.53	79.26	10.78	95.06	10.21	93.43	9.68
无形资产	39.62	7.63	35.61	4.84	36.63	3.93	37.69	3.90
非流动资产	391.26	75.37	517.99	70.46	590.05	63.35	587.10	60.80
资产总额	519.12	100.00	735.13	100.00	931.47	100.00	965.61	100.00

资料来源:根据公司财务报告整理

2017—2019 年,公司流动资产快速增长,年均复合增长 63.41%。截至 2019 年底,公司流动资产 341.41 亿元,较上年底增长 57.23%。从构成来看,公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至 2019 年底,公司货币资金 66.86 亿元,较上年底下降 2.41%,主要为银行存款,无存放在境外的资金。货币资金中有 0.09 亿元受限,为履约(保函)保证金及农民工工资保证金,受限比例不大。

2017—2019 年,公司应收账款快速增长,年均复合增长 116.07%。截至 2019 年底,公司应收账款 58.36 亿元,较上年底增长 71.81%,从账龄看,公司应收账款账龄全部为 1 年以内,账龄较短;从集中度看,公司应收账款欠款单位主要为中建系企业和政府投融资平台公司,前五名合计 30.53 亿元,占应收账款合计数的 52.32%,集中度一般。公司按账龄共对 17.91 万元的应收账款计提了坏账准备,计提比例较低。随着公司工程施工业务规模扩大,应收账款规模增长较快,存在一定回收风险。为应对该风险,公司一方面强化收款管理;另一方面通过强调罚息条款,拓展收款途径,并适度使用各类产业链金融工具促进公司应收账款及时变现。

表8 截至 2019 年底公司应收账款前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占比
中国建筑第四工程局有限公司	13.19	22.60
中国建筑股份有限公司	8.78	15.04
合肥经济技术开发区重点工程建设管理局	5.13	8.80
合肥庐阳国有资产投资控股集团有限公司	1.82	3.12
赣州蓉江新区基础设施建设投资管理有限公司	1.61	2.76
合 计	30.53	52.32

资料来源:公司审计报告

2017—2019 年,公司其他应收款快速增长,年均复合增长 67.87%。截至 2019 年底,公司其他应收款 79.89 亿元,较上年底增长 94.33%,主要为关联方往来款、外部往来款、保证金等。从账龄看,公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 65.58%、1~2 年的占 26.44%,综合账龄偏短。从集中度看,公司其他应收款前五名(全部为关联方)合计占比 68.57%,且集中度尚可。公司未对其他应收款计提坏账。

表9 2019 年公司其他应收账款余额前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
中建国际工程有限公司	18.42	3 年以内	23.05
中国建筑股份有限公司	10.55	4 年以内	13.21
深圳市中海投资有限公司	10.41	1 年以内	13.04
福州海嘉建设有限公司	8.01	3 年以内	10.03

宣城海嘉蓝城置业有限公司	7.38	2 年以内	9.24
合 计	54.78	--	68.57

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 84.78%。截至 2019 年底，公司存货 92.54 亿元，较上年底增长 101.02%，主要系公司工程项目不断扩张带来的已完工未结算项目及安置房储备土地大幅增长所致。公司存货中储备土地占比 35.09%、已完工未结算资产占比 63.17%，其他主要为公司建材销售业务相关产品。公司未对存货提及跌价准备。

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 22.80%。截至 2019 年底，公司非流动资产 590.05 亿元，较上年底增长 13.91%。从构成看，公司非流动资产主要由长期应收款和长期股权投资构成。

2017—2019 年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 25.30%。截至 2019 年底，公司长期应收款 443.94 亿元，较上年底增长 13.15%，主要系 BT 项目回购款大幅增长所致。截至 2019 年底，公司长期应收款中 PPP 类项目款占 96.42%、BT 项目投资回购款占 0.79%、关联方借款占 2.80%。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 26.02%。截至 2019 年底，公司长期股权投资 95.06 亿元，较上年底增长 19.94%，主要系对公司 PPP、BT、投资建设等项目公司的股权投资。

2017—2019 年，公司无形资产波动中有

所下降，年均复合下降 3.85%。截至 2019 年底，公司无形资产 36.63 亿元，较上年底增长 2.85%，主要构成为对山西阳孟高速公路（阳泉至盂县段）及山西阳泉至娘子关一级公路运营的特许经营权和公司的土地使用权。其中特许经营权账面价值 29.91 亿元，土地使用权账面价值 1.03 亿元。2019 年，公司未对无形资产计提减值准备，累计减值 5.37 亿元；2019 年，公司摊销金额为 1.43 亿元，累计摊销 11.29 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产共计 346.00 亿元，包括 31.98 亿元公路收费权、19.26 亿元项目收费权、242.85 亿元 PPP 项目、51.82 亿元政府购买服务项目及 0.09 亿元保证金，占资产总额的 37.15%，受限规模较大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 965.61 亿元，较 2019 年底增长 3.67%。其中，公司预付款项增长 62.19%至 12.54 亿元。公司新增了合同资产科目 71.19 亿元，同时，存货科目下降 56.11%至 40.61 亿元。

3. 资本结构

近年来，由于公司实收资本快速增长，公司所有者权益大幅增长，权益稳定性较好。

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 45.73%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 215.71 亿元，较上年底增长 46.69%，主要系实收资本增长所致。公司所有者权益主要为实收资本，稳定性较好。

表 10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	91.39	89.98	132.87	90.36	172.53	79.98	172.53	78.64
资本公积	0.88	0.87	0.88	0.60	0.88	0.41	0.88	0.40
未分配利润	6.01	5.92	5.63	3.83	28.10	13.03	31.58	14.39
少数股东权益	2.52	2.48	6.73	4.58	13.08	6.06	13.29	6.06
所有者权益合计	101.57	100.00	147.05	100.00	215.71	100.00	219.39	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司实收资本快速增长，年均复合增长 37.40%。截至 2019 年底，公司实收资本 172.53 亿元，较上年底增长 29.85%，主要系中建投香港近年来陆续对公司增资所致。

2017—2019 年，公司资本公积保持相对稳定。截至 2019 年底，公司资本公积为 0.88 亿元。

2017—2019 年，公司未分配利润波动增长，年均复合增长 116.27%。截至 2019 年底，公司未分配利润 28.10 亿元，较上年底增长 399.06%，主要系公司净利润的累积。

2017—2019 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 127.74%。截至 2019 年底，公司少数股东权益 13.08 亿元，较上年底

增长 94.51%，主要系 PPP 项目少数股东资本金投入增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益规模 219.39 亿元，较 2019 年底增长 1.71%，主要系未分配利润增长所致。

近年来，公司债务规模快速增长，整体债务负担一般，公司集中偿付压力一般；随着未来公司投资规模扩大，债务规模或将进一步增加。

2017—2019 年，公司负债快速增长，年均复合增长 30.93%。截至 2019 年底，公司负债 715.76 亿元，较上年底增长 21.71%。公司负债结构以流动负债为主，流动负债占比 65.98%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.00	0.96	11.00	1.87	10.00	1.40	23.50	3.15
应付票据	0.00	0.00	4.05	0.69	15.36	2.15	20.74	2.78
应付账款	90.37	21.64	132.62	22.55	183.16	25.59	181.92	24.38
预收款项	51.25	12.27	73.97	12.58	64.39	9.00	1.07	0.14
其他应付款	72.48	17.36	93.27	15.86	110.82	15.48	84.33	11.30
一年内到期的非流动负债	18.73	4.49	60.60	10.30	45.33	6.33	49.17	6.59
其他流动负债	10.92	2.62	18.03	3.07	35.14	4.91	36.89	4.94
合同负债	--	--	--	--	--	--	61.15	8.19
流动负债	252.96	60.58	399.77	67.98	472.26	65.98	464.02	62.18
长期借款	111.78	26.77	169.83	28.88	217.93	30.45	256.62	34.39
长期应付款	52.80	12.65	18.48	3.14	25.57	3.57	25.57	3.43
非流动负债	164.58	39.42	188.31	32.02	243.50	34.02	282.19	37.82
负债合计	417.55	100.00	588.08	100.00	715.76	100.00	746.22	100.00

注：其他应付款不包括应付股利；长期应付款不包括专项应付款
资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 36.63%。截至 2019 年底，公司流动负债 472.26 亿元，较上年底增长 18.13%。主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 10.00 亿元，较上年底下降 9.09%，全部为保证借款。

截至 2019 年底，公司应付票据 15.36 亿

元，较上年底增长 278.95%，全部为银行承兑汇票。公司无已到期未支付的应付票据。

2017—2019 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 42.37%。截至 2019 年底，公司应付账款 183.16 亿元，较上年底增长 38.11%，主要为由于项目未结算或未约定支付节点产生的应付工程款及质保金，其中账龄在 1 年以内的占 83.83%。

2017—2019 年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长 12.09%。截至 2019 年底，公司预收款项 64.39 亿元，较上年底下降 12.95%，主要系项目完工结算后转出所致。从款项性质看，公司预收款项主要由已结算未完工项目款、预收工程款及租金构成；账龄均集中在 1 年以下。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 23.65%。截至 2019 年底，公司其他应付款 110.82 亿元，较上年底增长 18.82%，主要为关联方往来款。从账龄看，公司其他应付款以 1 年以上占比 50.23%，主要系公司关联方往来款为集团统筹安排所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 55.56%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.33 亿元，较上年底下降 25.21%，全部为一年内到期的长期借款。

2017—2019 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 79.39%。截至 2019 年底，公司其他流动负债 35.14 亿元，较上年底增长 94.89%，为公司待转销项税额。

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 21.63%。截至 2019 年底，公司非流动负债 243.50 亿元，较上年底增长 29.31%，主要由长期借款和长期应付款构成。

2017—2019 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 39.63%。截至 2019 年底，公司长期借款 217.93 亿元，较上年底增长 28.32%；若不考虑一年内转出部分，质押借款占 32.69%、保证借款占 46.55%、信用借款占 20.76%；其中质押物主要为各类收费权及收益权。

2017—2019 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 30.42%。截至 2019 年底，公司长期应付款 25.57 亿元，较上年底增长 38.37%，主要为公司融资租赁借款本金及利息，其中本金部分已纳入调整后长期债务。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 764.22 亿元，较 2019 年底增长 4.26%。公司新增合同负债 61.15 亿元，同时预收款项下降 98.34%至 1.07 亿元。随着业务的推进，公司应付票据增长 35.02%至 20.74 亿元。其他应付款下降 23.90%至 84.33 亿元。公司长期借款增长 17.76%至 256.62 亿元。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 46.48%。截至 2019 年底，公司全部债务 288.61 亿元，较上年底增长 17.57%。主要系长期借款增加所致。公司有息债务以长期债务为主，占比 75.51%。若将长期应付款中的有息部分调整至有息债务进行核算，调整后全部债务为 312.90 亿元，较上年增长 19.15%。截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务进一步增长至 374.03 亿元。从债务指标上看，2017—2019 年，公司资产负债率保持相对稳定，调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率均有所下降，2019 年底分别为 76.84%、59.19%、52.89%。截至 2020 年 3 月底，上述比率进一步上升至 77.28%、63.03%和 56.12%。

有息债务偿付安排方面，2020—2022 年，公司每年需偿还有息债务规模分别为 81.83 亿元、70.94 亿元和 67.81 亿元，公司有息债务较为分散，集中偿付压力一般。随着未来公司投资规模逐步加大，公司未来面临较大投资压力，债务规模或将进一步增加。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司需偿还有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
金额	81.83	70.94	67.81	47.47	61.24	329.29
占比	24.85	21.54	20.59	14.42	18.60	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，在基础设施建设业务板块拉动下，营业收入和利润总额快速增长，盈利能力显著提升，期间费用控制能力较好，盈利指标呈增长趋势，公司整体盈利能力强。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 15.06%，主要来自于基础设施建设业务收入。同期，公司营业成本有所增长，年均复合增长 4.98%，低于营业收入增长率。受益于公司成本控制能力有所提升，公司营业利润率持续增长。

表 13 公司盈利水平情况（单位：亿元）

科目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
营业收入	140.92	158.16	186.57	31.23
营业成本	126.65	135.60	139.58	21.53
期间费用	10.73	14.65	18.83	5.93
其他收益	0.06	0.39	0.12	0.004
投资收益	1.20	2.32	2.97	0.18
利润总额	4.56	6.81	30.94	4.00

资料来源：根据公司财务报告整理

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 32.47%，主要系职工薪酬增长及外部融资扩张导致公司管理费用及财务费用增长所致，公司期间费用率分别为 7.61%、9.26%和 10.09%，公司期间费用控制能力尚可。

非经常损益方面，2017—2019 年，公司减值损失有所波动，其中 2018 年为 3.47 亿元，主要为无形资产中特许经营权减值损失，系阳五高速公路历史收费情况未达到预期水平而计提大规模的减值损失。同期，公司投资收益快速增长，年均复合增长 57.38%，主要来自于权益法下确认的长期股权投资收益。

2017—2019 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 160.34%，盈利能力显著提高。从盈利指标分析，2017—2019 年，公司营业利润率持续增长，总资本收益率和净资产收益率均呈增长趋势，2019 年分别为 24.95%、7.48%和 10.84%，公司盈利能力强。

2020 年 1—3 月，公司营业收入 31.23 亿

元，相当于 2019 年度的 16.74%。实现利润总额 4.00 亿元。同期，公司营业利润率增长至 30.74%；总资本收益率和净资产收益率下降至 2.16%和 5.61%。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流规模较大，经营活动现金流净额呈持续大规模净流出态势，投资活动现金缺口有所收窄，融资力度处于高位，随着未来公司投资规模扩大，公司对外融资压力较大。

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入波动幅度较大，年均复合下降 2.22%，主要系公司基础设施建设收入回款及往来款收回等。公司现金收入比分别为 115.22%、112.73%和 70.19%，公司收入实现质量有所下滑。近三年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合下降 3.39%，主要为支付的工程施工建设投入、往来款等。整体看公司经营活动现金流规模较大，近年来受经营活动净流出规模增幅较大影响，经营活动现金流净额呈现净流出态势。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元）

名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入	285.76	338.77	273.24	70.24
经营活动现金流出	355.86	395.52	332.12	123.56
经营活动产生的现金流量净额	-70.10	-56.76	-58.88	-53.31
投资活动现金流入	11.67	8.84	13.28	0.08
投资活动现金流出	44.09	25.05	28.33	2.77
投资活动产生的现金流量净额	-32.42	-16.21	-15.05	-2.69
筹资活动现金流入	147.93	159.79	164.17	80.49
筹资活动现金流出	49.57	52.79	91.82	28.84
筹资活动产生的现金流量净额	98.36	107.00	72.35	51.65

资料来源：公司财务报告

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 6.69%，主要为项目款收到的现金。同期，公

司投资活动现金流出持续波动下降，年均复合下降 19.84%，主要系项目投入减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流持续净流出，净流出规模逐年减少，公司投资活动现金缺口有所收窄。

从筹资活动看，2017—2019 年，筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 5.35%，主要为吸收投资、取得借款等收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出大幅增长，年均复合增长 36.30%，主要为偿还债务本息支付的现金。整体看，近年来公司融资力度有所减弱，但仍处于较高水平；随着未来公司投资规模扩大，公司对外融资压力较大。

2020 年一季度，公司经营活动、投资活动现金净流量仍体现净流出，为-53.31 亿元和-2.69 亿元。筹资活动现金流量净额持续净流入，为 51.65 亿元。公司现金收入比为 80.93%

6. 偿债能力

公司存在一定的短期支付压力，长期偿债能力尚可；公司融资渠道通畅，或有负债风险可控；且考虑到公司是中建系统重要的投资企业之一，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均持续上升，截至 2019 年底分别为 72.29%和 52.70%，分别较 2018 年底增长 17.98 个和 9.90 个百分点。2020 年 3 月底上述指标进一步上升至 81.57%和 72.82%。2017—2019 年，公司经营现金净额持续为负，对流动负债无保障能力。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 62.41 亿元，现金类资产/短期债务为 0.67 倍，保障能力尚可。公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.93 倍、1.81 倍和 3.31 倍，保障能力较好；公司调整后全部债务/EBITDA 分别为 13.74 倍、13.31 倍和 6.59 倍，长期偿债指标尚可。

公司与多家银行建立了长期的合作关系，

截至 2020 年 3 月底，公司本部共获各家银行授信总额为 753.95 亿元，尚未使用授信额度 379.25 亿元。公司融资渠道通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 23.10 亿元，担保比率为 10.53%，目前被担保企业经营正常。公司整体或有负债风险可控。

此外，公司是中建系统重要的投资企业之一，持续得到股东的资本支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

公司母公司主要作为投融资平台，盈利主要来自于基础设施投资管理业务投资收益。近年来母公司资产总额呈快速增长态势，母公司资产总额在合并报表中占比较低；所有者权益稳定性好；债务负担轻。

2017—2019 年，母公司资产总额呈快速增长态势，年均复合增长 26.59%。截至 2019 年底，母公司资产总额 410.76 亿元，非流动资产占比 58.86%。母公司资产总额较上年底增长 15.82%，主要系其他应收款和长期股权投资增长所致。母公司资产总额占合并报表资产总额的 44.10%，占比较低。

2017—2019 年，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长 34.75%。截至 2019 年底，母公司所有者权益 180.90 亿元，较上年底增长 29.50%，主要系股东注资所致。母公司权益中实收资本占 95.37%，稳定性好。

2017—2019 年，母公司负债总额快速增长，年均复合增长 21.12%。截至 2019 年底，母公司负债总额 229.85 亿元，较上年增长 6.93%，主要由其他应付款、长期借款和长期应付款构成。2017—2019 年，随着公司经营规模扩大，母公司负债规模持续增长，资产负债率分别为 61.13%、60.61%和 55.96%。截至 2019 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化率较上年底均有所下降，分别为 6.49%和 12.69%。母公司整体债务负担轻。

2017—2019 年，母公司营业收入规模小，

分别为 0.87 亿元、0.47 亿元和 0.05 亿元，投资收益分别为 0.92 亿元、1.63 亿元和 3.21 亿元，利润总额分别为 1.17 亿元、1.78 亿元和 1.55 亿元。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 428.44 亿元，所有者权益总额 180.62 亿元，全部债务 37.36 亿元。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.21 亿元，利润总额-0.29 亿元。同期，经营活动现金流量净额 3.08 亿元，投资活动现金流量净额-12.43 亿元，筹资活动现金流量净额 8.87 亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额上限 15.00 亿元，相当于 2019 年底公司调整后长期债务的 6.19%、调整后全部债务的 4.79%，对公司现有债务规模和结构影响不大。

截至 2019 年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为 76.84%和 59.19%，以公司 2019 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至 77.21%和 60.32%，公司债务负担有一定变化。考虑到本期中期票据部分用于偿还本部及下属企业金融机构贷款，公司债务负担或低于上述预测。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 13.41 亿元、19.73 亿元和 47.48 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的 0.89 倍、1.32 倍和 3.17 倍，保障能力尚可。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别 285.76 亿元、338.77 亿元和 273.24 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的 19.05 倍、22.58 倍和 18.22 倍，对本期中期票据的覆盖程度高；2017—2019 年，公司经营活动

现金流量净额持续为负，对本期中期票据无保障能力。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度强，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

十、结论

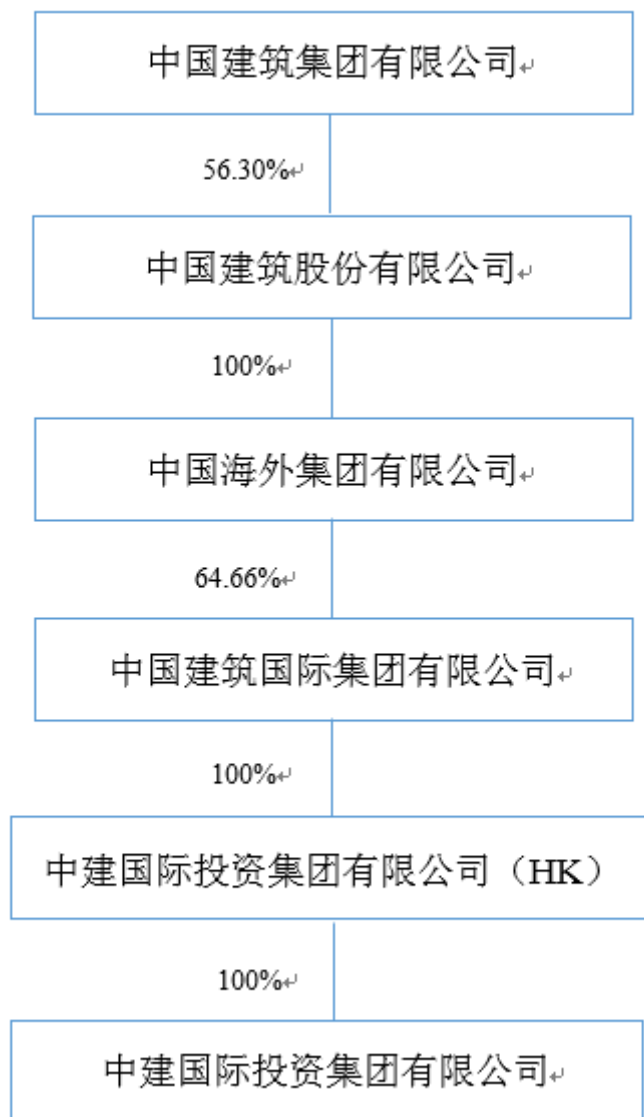
公司是中国建筑国际在中国内地开展投资业务的总部企业，也是中建系统重要的投资企业之一。公司投资带动作用显著，在行业地位方面具备显著优势；近年来，公司持续获得股东增资，并拥有跨境双向人民币资金池额度。公司积极探索多元化业务模式，有利于提高资金周转效率、提升抗风险能力。近年来，公司营业收入及利润总额快速增长，盈利能力显著提高，且融资渠道畅通。

同时，公司近年来业务扩张导致应收类款项持续增长，且项目规模较大进一步加剧了公司营运资金周转压力；公司对运营的高速公路计提无形资产减值损失，且资产中应收类款项占比较大，存在一定的回收风险，公司资产受限规模较大，资产流动性较弱。随着公司业务增长，债务规模快速增长，公司经营活动和投资活动持续出现缺口，公司对外融资压力较大。

公司在手项目充足，未来随着项目陆续投产及运营，公司营业收入和利润规模有望保持稳定增长。

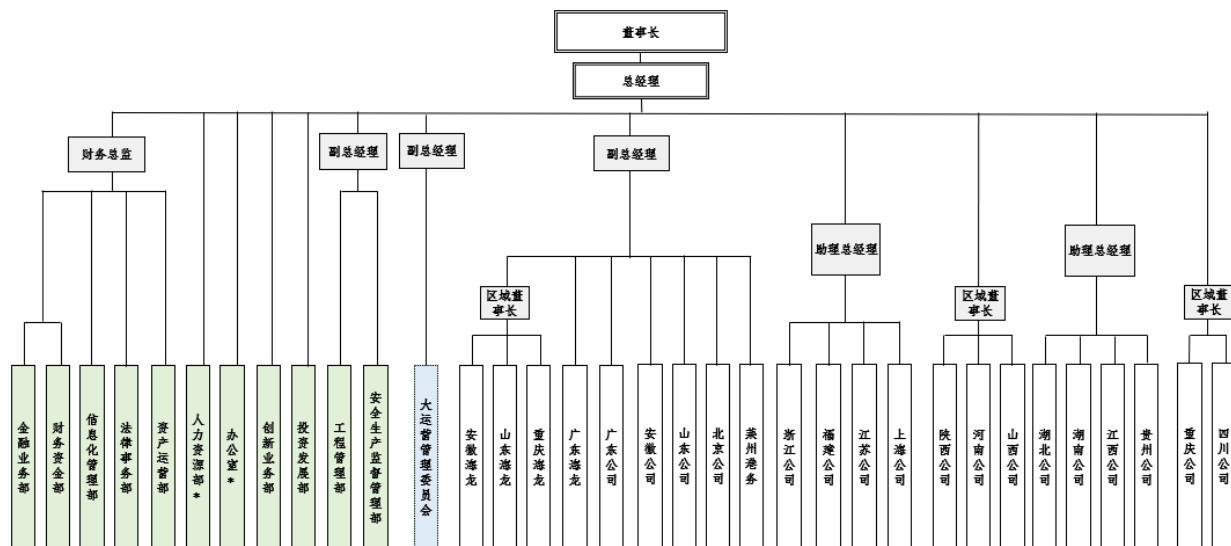
本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



注：中建国际投资集团有限公司注册地为深圳，股东中建国际投资集团有限公司注册地为香港，股东名称与公司一致。

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.31	71.26	67.22	62.41
资产总额(亿元)	519.12	735.13	931.47	965.61
所有者权益(亿元)	101.57	147.05	215.71	219.39
短期债务(亿元)	22.73	75.66	70.69	93.42
长期债务(亿元)	111.78	169.83	217.93	256.62
调整后长期债务(亿元)	161.55	186.97	242.22	280.62
全部债务(亿元)	134.51	245.48	288.61	350.03
调整后全部债务(亿元)	184.28	262.62	312.90	374.03
营业收入(亿元)	140.92	158.16	186.57	31.23
利润总额(亿元)	4.56	6.81	30.94	4.00
EBITDA(亿元)	13.41	19.73	47.48	--
经营性净现金流(亿元)	-70.10	-56.76	-58.88	-53.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.71	6.32	3.91	--
存货周转次数(次)	6.81	3.71	2.01	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.25	0.22	--
现金收入比(%)	115.22	112.73	70.19	80.93
营业利润率(%)	9.89	14.05	24.95	30.74
总资产收益率(%)	4.29	3.85	7.48	--
调整后总资产收益率(%)	3.54	3.69	7.14	--
净资产收益率(%)	3.12	2.84	10.84	--
长期债务资本化比率(%)	52.39	53.59	50.26	53.91
调整后长期债务资本化比率(%)	61.40	55.98	52.89	56.12
全部债务资本化比率(%)	56.98	62.54	57.23	61.47
调整后全部债务资本化比率(%)	64.47	64.11	59.19	63.03
资产负债率(%)	80.43	80.00	76.84	77.28
流动比率(%)	50.55	54.32	72.29	81.57
速动比率(%)	39.83	42.80	52.70	72.82
经营现金流动负债比(%)	-27.71	-14.20	-12.47	--
现金短期债务比(倍)	1.55	0.94	0.95	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	1.93	1.81	3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.03	12.44	6.08	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.74	13.31	6.59	--

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务；2020 年一季度数据未经审计；所有涉及期间数与期末数比值的数据及指标均不进行计算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.99	20.75	20.14	19.65
资产总额(亿元)	256.32	354.64	410.76	428.44
所有者权益(亿元)	99.63	139.70	180.90	180.62
短期债务(亿元)	0.00	25.15	13.73	23.09
长期债务(亿元)	6.30	12.30	12.55	14.34
全部债务(亿元)	6.30	37.45	26.28	37.36
营业收入(亿元)	0.87	0.47	0.05	0.21
利润总额(亿元)	1.17	1.78	1.55	-0.29
EBITDA(亿元)	1.63	2.26	3.10	--
经营性净现金流(亿元)	9.63	11.29	-25.77	3.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	12.00	0.00
营业利润率(%)	99.04	96.42	45.24	99.98
总资本收益率(%)	1.48	1.25	1.50	--
净资产收益率(%)	1.11	1.25	0.86	--
长期债务资本化比率(%)	5.95	8.09	6.49	7.35
全部债务资本化比率(%)	5.95	21.14	12.69	17.14
资产负债率(%)	61.13	60.61	55.96	57.84
流动比率(%)	81.48	67.57	87.99	83.51
速动比率(%)	81.48	67.57	87.99	83.51
经营现金流动负债比(%)	7.95	5.71	-13.42	--
现金短期债务比(倍)	--	0.83	1.47	0.85
全部债务/EBITDA(倍)	3.87	16.57	8.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.94	0.56	1.26	--

注：利息费用使用财务费用估算；利息支出使用分配股利、利润或偿付利息支付的现金估算；2020 年一季度数据未经审计；所有涉及期间数与期末数比值的数据及指标均不进行计算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中建国际投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中建国际投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中建国际投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能中建国际投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中建国际投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中建国际投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中建国际投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中建国际投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中建国际投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中建国际投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中建国际投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。