信用等级公告

联合〔2020〕2249 号

联合资信评估有限公司通过对中建新疆建工（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将中建新疆建工（集团）有限公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^{+}，维持“19 中建新疆 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中建新疆建工（集团）有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中建新疆建工（集团）有限公司	AA^+	稳定	AA	稳定
中国建筑股份有限公司	AAA_{pi}	稳定	AAA_{pi}	稳定
19 中建新疆 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

注：pi 表示为主动评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级

债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 中建新疆 MTN001	8.00 亿元	8.00 亿元	2022/6/24

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券。2. 债券期限为 3+N，在每 3 个及其后每一个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

评级时间：2020 年 7 月 15 日

评级观点：

中建新疆建工（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）下属大型国有建筑类企业，公司在项目承接、专业资质等方面具有优势。跟踪期内，公司获得股东注资，资本实力进一步增强；公司建筑施工业务新签合同大幅增长，公司建筑施工和基础设施建设业务板块在手合同充足，为未来业务稳步发展提供了保障；随着公司业务的开展，公司营业收入和利润总额均进一步提升；公司有息债务规模和债务负担有所下降。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司整体资产质量一般、公司承接的 PPP 项目规模较大，对项目回款及对公司自有资金占用情况形成一定压力、公司对子公司中建西部建设股份有限公司（以下简称“西部建设”）管控力度有待关注等因素可能给公司信用基本面造成不利影响。未来，随着中国城镇化发展需求的持续释放，公司外部发展环境持续向好，公司的业务有望进一步拓展，营业收入有望增长，公司经营前景良好。

中建股份为“19中建新疆MTN001”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中建股份主体长期信用等级为AAA_{pi}[1]，担保实力极强，其担保有效提升了“19中建新疆MTN001”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，并维持“19 中建新疆 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司获得股东资金注入，资本实力进一步增强。**2019 年，股东中国建筑股份有限公司和新疆投资发展（集团）有限责任公司分别对公司增资 3.67 亿元和 0.18 亿元，计入公司“实收资本”。
2. **跟踪期内，公司建筑施工业务新签合同大幅增长，公司的建筑施工和基础设施建设业务板块在手合同**

[1] pi 表示为主动评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级

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
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	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	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：霍正泽　高志杰
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

充足，为公司业务持续发展奠定了良好基础。2019 年公司建筑施工业务新签合同金额 772.05 亿元，同比增长 55.92%。截至 2020 年 3 月底，公司建筑施工业务和基础设施建设业务在手合同金额分别为 1151.00 亿元和 196.12 亿元，期末在手合同充足，对公司业务发展持续性提供良好保障。

3. **跟踪期内，公司积极开展业务，随着在手项目的逐步推进，公司的营业收入和利润总额进一步增长。**2019 年公司实现营业收入 359.80 亿元，同比增长 30.80%，公司实现利润总额 8.30 亿元，同比增长 6.12%。
4. **跟踪期内，公司有息债务规模和债务负担有所下降。**2018－2020年3月底，公司调整后全部债务持续下降，分别为68.72亿元、54.51亿元和53.79亿元。同期，公司调整后全部债务资本化比率持续下降，分别为41.75%、31.48%和31.33%。
5. **担保方中建股份的担保实力极强，有效提升本期债券本息偿付的安全性。**中建股份对“19 中建新疆 MTN001”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升债券本息偿付的安全性。

关注

1. **公司整体资产质量一般。**跟踪期内，公司应收类款项占比较高，对公司资金形成较大占用，公司的整体资产质量一般。
2. **公司承接的 PPP 项目规模较大，对项目回款及对公司自有资金占用情况形成一定压力。**截至 2020 年 3 月底，公司承建的 PPP 项目合计 23 个，其中主要在建的 PPP 项目合同金额合计 320.74 亿元。公司承接的 PPP 项目规模较大，相关业务面临一定政策风险，PPP 项目周期较长，对项目回款及对公司自有资金占用情况形成一定压力。
3. **公司对子公司西部建设的管控力度有待关注。**西部建设主营业务收入占公司营业收入比重很大，根据反馈公司将陆续为西部建设派驻董监高并加强对其的管控力度，联合资信将持续关注相关事项的落实情况。

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)	81.94	108.76	114.81	87.03
资产总额(亿元)	303.74	354.59	422.91	405.28
所有者权益(亿元)	73.80	95.90	118.65	117.88
短期债务(亿元)	39.15	45.72	29.56	28.03
长期债务(亿元)	30.67	20.60	22.61	23.42
全部债务(亿元)	69.83	66.32	52.18	51.46
营业收入(亿元)	203.47	275.97	359.80	57.41
利润总额(亿元)	1.70	7.82	8.30	-1.01
EBITDA(亿元)	9.40	14.99	16.90	--
经营性净现金流(亿元)	2.71	-5.09	34.48	-22.96
营业利润率 (%)	7.95	9.03	7.91	2.50
净资产收益率(%)	1.02	6.13	5.20	--
资产负债率(%)	75.70	72.96	71.94	70.91
全部债务资本化比率(%)	48.62	40.88	30.54	30.39
流动比率(%)	124.25	115.19	121.62	122.04
经营现金流动负债比(%)	1.39	-2.19	12.49	--
现金短期债务比（倍）	2.09	2.38	3.88	3.10
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	6.04	5.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.43	4.43	3.09	--

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）	111.68	145.19	188.63	200.75
所有者权益（亿元）	14.32	31.69	34.68	34.88
全部债务(亿元)	28.36	26.26	28.45	30.72
营业收入(亿元)	40.58	70.15	111.70	31.30
利润总额(亿元)	0.91	0.76	0.60	0.14
资产负债率(%)	87.18	78.17	81.61	82.63
全部债务资本化比率(%)	66.45	45.31	45.07	46.83
流动比率(%)	85.22	83.02	94.30	91.06
经营现金流动负债比(%)	11.77	7.01	10.98	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 中建新疆 MTN001	AAA	AA	稳定	2019/07/24	霍正泽 高志杰	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 中建新疆 MTN001	AAA	AA	稳定	2018/10/26	霍正泽 王　康	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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新疆建工（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中建新疆建工（集团）有限公司
2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中建新疆建工（集团）有限公司（以下简称“新疆建工”或“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，公司的股东仍为中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）和新疆投资发展（集团）有限责任公司（以下简称“新建投发”），实际控制人仍为中建股份。2019 年，公司的股东中建股份和新疆投发分别对公司增资 3.49 亿元和 0.18 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 35.00 亿元，实收资本 28.76 亿元，中建股份和新疆投发分别持有公司股份 95.11%和 4.89%。

跟踪期内，公司营业范围变更为：从事授权范围内国有资产的经营，程建设项目的施工总承包，包括建筑工程、市政公用工程、公路工程、水利水电工程、机场场道工程、机电工程、石油化工工程、铁路工程、钢结构工程、建筑装修装饰工程、防水防腐保温工程、起重设备安装工程、公路路面工程、公路路基工程、隧道工程、桥梁工程、建筑幕墙工程、消防设施工程、地基基础工程、环保工程、电子与智能化工程、园林绿化工程，开展国外经济技术合作业务，进出口贸易，建筑材料、钢材、化工产品、日用百货、家用电器、服装鞋帽的销售，建筑设备制造、租赁，建筑材料及商品砼、电器箱柜的制造销售，施工升降机，汽车运输及搬运装卸，房屋、土地使用权租赁，工程管理服务，工程设计。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 15 家。公司本部内设办公室、人力资源部、审计部等 20 个职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 422.91 亿元，所有者权益 118.95 亿元（含少数股东权益 79.22 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 359.80 亿元，利润总额 8.30 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 405.28 亿元，所有者权益 117.88 亿元（含少数股东权益 78.65 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 57.41 亿元，利润总额-1.01 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市天山区青年路 239 号；公司法定代表人：徐爱杰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评公司存续债券为“19中建新疆MTN001”，债券余额8.00亿元。跟踪期内公司付息情况正常，公司于2020年6月24日支付利息。截至2020年6月底，“19中建新疆MTN001”募集资金已全部用于偿还银行金融机构借款。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 中建新疆 MTN001	8.00	8.00	2019/6/24	3+N

注：券期限为 3+N，在每 3 个及其后每一个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业分析

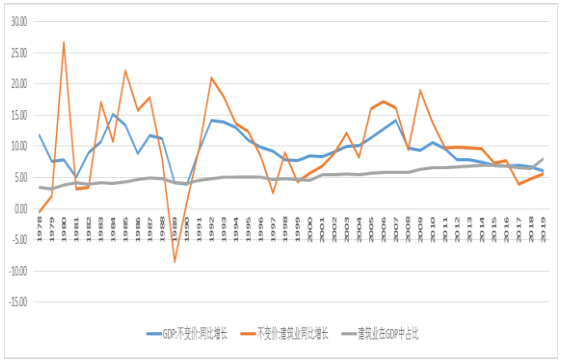
（1）建筑业概况

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：%）



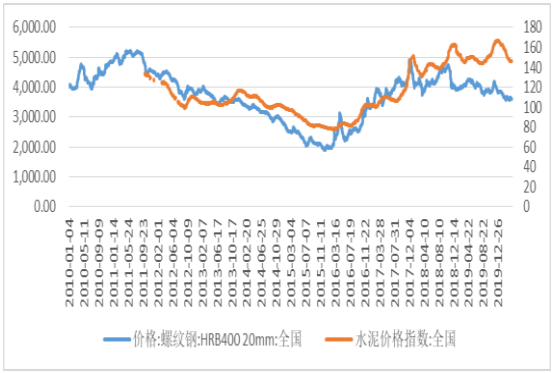
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（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的“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，促进基础设施建设投资政策频出，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

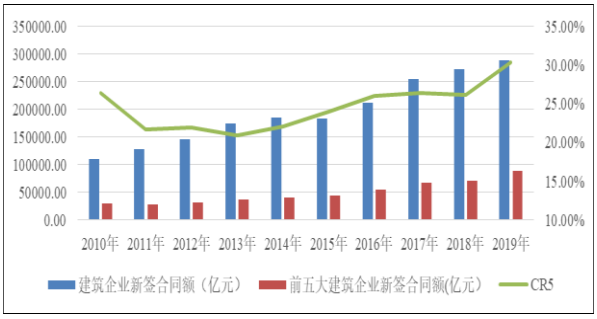
2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

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。

2. 区域经济

跟踪期内，新疆维吾尔自治区经济保持稳步发展，固定资产投资稳步增长。

根据《新疆维吾尔自治区2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年新疆全年实现地区生产总值13597.11亿元，比上年增长6.2%。其中，第一产业增加值1781.75亿元，增长5.3%；第二产业增加值4795.50亿元，增长3.7%；第三产业增加值7019.86亿元，增长8.1%。第一产业增加值占地区生产总值比重为13.1%，第二产业增加值比重为35.3%，第三产业增加值比重为51.6%。人均地区生产总值54280元，比上年增长4.5%。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长2.5%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年增长2.2%；第二产业投资增长6.9%；第三产业投资与上年持平。民间固定资产投资增长8.7%。基础设施投资下降0.8%。六大高耗能行业投资下降6.2%。全年房地产开发投资1074.04亿元，比上年增长3.9%。其中住宅投资724.13亿元，增长12.7%；办公楼投资36.87亿元，下降16.3%；商业营业用房投资188.28亿元，下降3.7%。

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35.00亿元，实收资本为28.76亿元。其中中建股份持有95.11%股权，新疆投资发展集团有限公司（以下简称“新疆投发”）持有4.89%股权，公司实际控制人仍为中建股份。

2、企业竞争力

跟踪期内，公司新增专业资质，获得多项奖项并申请多项专利技术，公司的整体竞争实力进一步增强。

2019年，公司获得电子与智能化工程专业承包二级和环保工程专业承包叁级资质；公司获得中国建筑工程鲁班奖、国家优质工程奖、四川省科技示范工程奖等奖项共计75项；公司申请《一种新型重型承插管拔管器》、《一种地下综合管廊用中埋式橡胶止水带钢板连接件 》等6项专利技术。整体看，公司的整体竞争实力进一步增强。

2. 外部支持

跟踪期内，公司在股东注资和政府补助方面获得外部支持。

股东注资

2019 年，股东中建股份和新疆投发分别对公司增资 3.49 亿元和 0.18 亿元，计入公司“实收资本”。

政府补助

2019年，公司收到财政拨款、政府奖励等补助收入合计0.36亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

3．企业信用记录

跟踪期内，公司未发生贷款本息逾期情况，未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（授信机构版）》（报告编号：2020060110404479864855），截至 2020 年 6 月 1 日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的信贷信息存在 19 笔关注类贷款，系公司进行续贷操作造成。总体看，公司信用状况良好。

截至 2020 年 7 月 15 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变更，属于正常职位变动，公司的员工构成、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司高管有所变更，公司的董事长由黄克斯变为徐爱杰，属于正常职位调动。截至 2020 年 3 月底，公司高级管理人员共 9 人，包括董事长兼总经理 1 人，副总经理 7 人，董事会秘书 1 人。

徐爱杰，男，出生于 1965 年 11 月，山东莱州人，毕业于哈尔滨建筑工程学院，教授级高级工程师。历任中建八局一公司施工员、技术负责人、项目经理、安徽公司经理、青岛公司经理、副总经理、常务副经理、总经理、董事长，中建八局副总经理、总经济师。自 2017 年 9 月至今任公司董事长、党委书记、总经理、法定代表人。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司积极开展业务，随着在手项目的逐步推进，公司营业收入进一步增长，收入构成变动不大，毛利率略有下降。

2019 年，公司实现营业收入 359.80 亿元，同比增长 30.38%，主要系房屋建设业务收入增长所致。结构上，房屋建设业务占营业收入的 87.50%，占比仍较大，房屋建设业务收入仍以建材销售业务收入为主。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 57.41 亿元，主要为房屋建设业务收入。

2019 年，公司毛利率 8.32%，较上年下降 1.12 个百分点，主要系公司基础设施建设业务毛利率下降所致。公司房屋建设业务毛利率 8.97%，较上年增长 0.40 个百分点；基础设施建设业务毛利率 2.43%，同比下降了 11.87 个百分点。2020 年 1—3 月，公司综合毛利率 2.86%。

表2　2018—2019年及2020年1—3月公司营业务收入情况（单位：亿元、%）

	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
房屋建设	231.49	84.19	8.57	314.83	87.50	8.97	47.30	82.39	-0.02
其中：建材销售	188.49	68.55	9.09	229.06	63.66	9.55	28.28	49.26	2.43
建筑施工	43.00	15.64	6.29	85.76	23.84	7.43	19.02	33.13	-3.67
基础设施建设	39.77	14.46	14.30	40.00	11.12	2.43	9.53	16.61	15.87
其他	4.71	1.71	11.89	4.98	1.38	14.17	0.58	1.01	23.64
合 计	**275.97**	**100.00**	**9.44**	**359.80**	**100.00**	**8.32**	**57.41**	**100.00**	**2.86**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）房屋建设

公司房屋建设业务主要分为两个板块，一是子公司中建西部建设股份有限公司（以下简称“西部建设”）负责运营的建材销售业务，以商品混凝土为主；二是公司本部及各建筑施工子公司负责的建筑施工类业务。

建材销售业务

跟踪期内，子公司西部建设营业收入有所增长，占公司营业收入比重很大，根据反馈公司将陆续为西部建设派驻董监高并加强对其的管控力度，联合资信将持续关注相关事项的落实情况。

公司建材销售业务由子公司西部建设负责。西部建设核心产品为商品混凝土（以下简称“商混”），同时销售部分水泥和干混砂浆等相关产品并提供技术服务。商混是基本的建材之一，其生产过程包括搅拌、运输和泵送，可直接参与到施工环节。商混具有即产即销的特点，西部建设采用订单化生产方式。各地区销售部门将订单汇总至生产管理部门，生产管理部门按约定完成生产、泵送。

商混生产、供应受距离限制很大。截至 2020 年 3 月底，西部建设共有生产线 328 条，年生产能力达到 9900 万立方米。其中新疆公司、中建商砼、西南公司、湖南公司、北方公司、贵州公司六大区域子公司的产能占比分别为 24.55%、26.77%、23.18%、10.86%、5.66%和 8.99%，均在当地形成一定规模。2019 年，西部建设产能利用率 49.68%，同比增长 8.14 个百分点。

表 3　2018—2019 年及 2020 年 1—3 月商混产能及实际产量情况（单位：条、万立方米/年、万立方米、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
生产线	366	317	328
年生产能力	10656.00	9670.00	9900.00
产量	4427.00	4803.83	585.50
产能利用率	41.54	49.68	23.66

资料来源：公司提供

结算方面，西部建设与客户结算的方式有两种，第一种客户以时间节点（一般按季度或月为单位结算）向公司付款，未支付部分计入“应收账款”；第二种以客户对应的建筑施工项目建设进度作为付款结算依据，未支付部分计入“应收账款”。随着西部建设近年来销售收入持续增长，应收账款规模持续增长，对资金形成较大占用。跟踪期内，西部建设的应收账款较上年增长 16.38%，同期营业收入增长 21.47%。

从销售构成上看，市场上中、低标号混凝土需求较大，高标号混凝土主要用于具有特殊要求的建筑工程，需求总量有限，对该业务板块收入贡献小。2019 年，受原料价格上涨影响，公司高、中、低标号混凝土价格均有所上涨，公司的销售额较 2018 年增长 19.73%。

表 4　2018—2019 年商混销售情况（单位：万立方米、元/立方米、万元）

项目	2018 年			2019 年		
	产销量	均价	销售额	产销量	均价	销售额
低标号混凝土	811.00	378.12	306654.71	789.88	419.26	331165.28
中标号混凝土	3441.00	418.40	1439699.94	3915.02	472.70	1850642.70
高标号混凝土	175.00	541.35	94737.09	98.93	622.41	61575.50
合计	**4427.00**	--	**1873774.74**	**4803.83**	--	**2243383.48**

数据来源：公司提供

2019 年，公司建材销售业务实现营业收入 229.06 亿元，同比增长 21.52%，占同期营业收入的 63.66%；建材销售毛利率 9.55%，同比小幅增长 0.46 个百分点。2020 年 1—3 月，建材销售业务实现销售收入 28.28 亿元，毛利率 2.43%。总体看，子公司西部建设营业收入占公司营业收入比重很大，根据反馈公司将陆续为西部建设派驻董监高并加强对其的管控力度，联合资信将持续关注相关事项的落实情况。

建筑施工业务

跟踪期内，公司积极拓展建筑施工业务，新签合同金额大幅增长，在手合同充足，为公司建筑施工业务的未来发展奠定了良好基础。

建筑施工业务为公司除建材销售之外第二

大收入来源，建筑施工业务的主要业主单位为政府以及大型房地产开发商，项目主要集中在住房、办公楼等。

公司房屋建设业务模式主要为施工总承包，获取项目的途径主要有两种：一是与中海地产、绿地集团等国内大型的房地产开发公司建立长期战略合作关系；二是公司与政府部门设立的城投平台单位签订协议，承建市政项目。

结算方面，由于公司在项目承接时具有一定的谈判权，因此通常要求房屋建筑业主预先支付 5%左右的工程款，并严格按照工程进度对项目进行结算和回款。在项目竣工结算之时，要求业主支付项目进程款的 85%至 90%，项目完全结算之后，按照国家相关规定预留 5%至 10%的工程款作为质量保证金，质量保证金预留的时间因项目的不同而异，通常为 1 至 3 年，如果在预留期间，未出现质量问题，公司及时要求业主支付质量保证金。该回款模式有效保证了公司建设工程款的及时回笼，有利于公司经营资金周转，有效控制了项目工程款回款风险。

原材料采购方面，公司主要原材料包括钢材、混凝土、五金、石材和机电设备等。公司已建立大宗主材集中采购平台，70%大宗原材料采购集中通过集团平台采购，扩大采购规模，通过平台集中招标方式，提高了公司原材料采购的议价能力，保障了原材料的稳定供给，降低了采购成本。

2019 年，公司建筑施工业务新签合同金额和新签合同个数均较 2018 年大幅增长，公司新签合同金额 772.05 亿元，同比增长 55.92%。截至 2019 年底，公司在手合同金额 983.33 亿元，在手合同个数 628 个。2020 年 1—3 月，公司新签合同金额 228.60 亿元，期末在手合同金额 1151.00 亿元。总体看，公司新签合同额大幅增长，公司在手合同金额较大，为业务的持续性提供良好的保障。

表 5　2018—2019 年及 2020 年 1—3 月公司建筑施工业务合同情况（单位：亿元、个）

	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新签合同金额	495.17	772.05	228.6
新签合同个数	106	147	49
在手合同金额	555.76	983.33	1151.00
在手合同个数	483	628	662

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在手项目仍主要集中在新疆地区，其他省份的业务主要集中在陕西、山东和四川。

表 6　截至 2020 年 3 月底，公司在手建筑施工业务项目按项目合同金额按区域分布情况（单位：%）

区域	新疆	陕西	山东	四川	河南	其他
占比	32.59	15.02	16.21	13.11	1.56	21.51

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目包括中国摩（重庆）项目 J12-1/05 地块总承包工程、天富健康城建设项目设计施工总承包等共计合同金额 53.30 亿元，已完成金额 8.40 亿元，尚需投资 44.90 亿元。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司在建的前 10 大房建项目（金额：亿元）

工程名称	建设单位	实际开工日期	合同竣工日期	合同金额	已完成金额
中国摩（重庆）项目 J12-1/05 地块总承包工程	重庆佳源立信置业有限公司	2019/7/15	2021/7/14	7.50	0.57
天富健康城建设项目设计施工总承包	新疆天富养老服务有限责任公司	2019/8/1	2021/7/31	7.00	0.01
华海.新里城小区西段、三期、四期项目	新疆华海房地产开发有限公司	2019/7/31	2020/12/31	5.80	0.11
红光山居然之家生活广场项目	乌鲁木齐居然沃华房地产开发有限公司	2018/7/1	2020/9/26	5.51	1.29
青岛领世华府地产有限公司新天地 3 号地块项目	青岛领世华府地产有限公司	2018/11/5	2021/12/31	5.32	1.61
西安广汇城千亿级企业总部及配套项目住宅项目Ⅰ阶段 1#-3#地库、5#-8#及地库	西安广汇汽车产业园投资开发有限公司	2016/2/1	2020/11/13	4.72	3.65

东顺雅苑项目总承包工程	深圳市中房房地产开发有限公司	2019/5/1	2021/12/30	4.64	0.57
巴郡王府一期施工总承包工程	巴中市君道置业有限公司	2019/8/1	2022/7/30	4.34	0.13
领先水世界、领先书香郡 E-01-02、03 地块 1—7#高层住宅楼	哈密领先房地产开发有限责任公司	2020/3/15	2021/12/31	4.31	0.00
东莞市凤岗天安数码城项目一组团 4、5 号宿舍，6-8、10-23 号厂房，24 号园区活动中心、地下室 2	东莞市凤岗天安数码城有限公司	2019/7/18	2021/4/30	4.16	0.46
合 计				**53.30**	**8.40**

资料来源：公司提供

（2）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务范围遍布全国多个省份，其中新疆地区的项目规模仍较大。公司承接的 PPP 模式的项目合同规模较大，相关业务面临一定政策风险，PPP 项目周期较长，对项目回款及对公司自有资金占用情况形成一定压力。总体看，公司的基础设施业务在手合同充足，业务持续性较好。

基础设施建设业务是公司近年来利润增长的重要来源之一，该部分业务由公司下属子公司负责。近年来，公司基础设施建设业务以政府投资和能源、交通项目居多，建造模式包括 EPC 和 PPP 等，业主单位主要为政府授权机构。公司基础设施建设业务在项目结算和原材料采购方面与建筑施工相同。

公司基础设施建设项目中，部分项目采用融投资带动总承包模式，主要涉及综合管廊、公路、桥梁、水务等基础设施项目。该模式中，公司首先通过 PPP 的业务模式，与业主单位共同出资设立项目公司，公司投资额通常为项目总投资*项目公司持股比例，出资内容一般为工程施工成本，公司后期通过 PPP 项目协议逐步退出投资。合同期包括施工期以及运营期，运营期间，项目以自身收益以及政府补贴等形式按公司的持股比例向公司返还收益，运营期满后，由业主单位或协议约定的其他单位对公司的持股进行全额回购。

会计处理方面，在项目建设期间，公司按照完工百分比法确认收入，计入“应收账款”科目，并结转相应成本；收到工程款后，计入“货币资金”科目，并冲减 “应收账款”科目；待竣工审计后预留工程款计入“长期应收款”科目，对于已施工但未办理结算部分，计入“存货”科目，待结算时结转相应成本。

2019 年公司的基础设施建设业务新签合同金额 76.58 亿元，较 2018 年有所增长，新签合同个数 24 个。截至 2019 年底，公司在手合同金额 169.85 亿元。2020 年 1—3 月，公司新签合同金额 32.47 亿元，期末在手合同金额 196.12 亿元。总体看，公司的基础设施建设业务期末在手合同充足，对业务持续性的保障程度较好。

表 8 2018—2019 年及 2020 年 1—3 月公司基础设施建设业务合同情况（单位：亿元、个）

	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新签合同金额	68.65	76.58	32.47
新签合同个数	22	24	11
在手合同金额	136.20	169.85	196.12
在手合同个数	51	72	83

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司基础设施建设业务在建项目按区域划分，合同额前五大地区分别为新疆、四川、贵州、陕西、南京，合同额分别为 51.05 亿元、42.90 亿元、32.48 亿元、14.31 亿元和 8.12 亿元，其中新疆地区的业务规模仍较大。

2019 年公司基础设施建设业务板块实现业务收入 40.00 亿元，同比略有增长；毛利率 2.30%，同比下降了 11.87 个百分点，主要系：（1）2017—2018 年公司承建的部分项目毛利率在 10%以上，故之前年度公司的基础设施建设业务板块毛利率较高；（2）2019 年公司承接的部分项目毛利率在 8%左右，较之前年度的毛利率水平有所下降；（3）2019 年公司确认收入

的部分项目，由于合同签订及成本匡算等原因，造成合同履约进度不能合理确定，按照会计准则的要求，当履约进度不能合理确定时，企业已经发生的成本预计能够得到补偿的，应当按照已经发生的成本金额确认收入，直到履约进度能合理确定为止，故 2019 年确认收入的部分项目，因无法合理确定合同履约进度，导致相关项目的收入和成本确认金额一致，即毛利率为 0。

2020 年 1—3 月，公司实现基础设施建设业务收入 9.53 亿元，毛利率 15.87%。

截至 2020 年 3 月底，公司承建的 PPP 项目合计 23 个，其中主要在建的 PPP 项目（项目类型包括房建类和基础设施建设类项目）合同金额合计 320.74 亿元，项目已投资 90.69 亿元。公司承接的 PPP 项目规模较大，若 PPP 项目因政策变动停工，将对公司营业收入带来较大影响，业务面临较大政策风险。PPP 项目普遍周期较长，对项目回款及对公司自有资金占用情况形成一定压力。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司主要在建 PPP 项目（单位：亿元、%）

项目名称	项目类别	合同金额	项目总投资	项目已投资	公司持股比例	合同期
石河子市地下综合管廊 PPP 项目	基础设施建设	24.14	27.87	10.8	60.00	30 年
乌鲁木齐市华光街东延（七道湾路- 石人沟路）道路交通 PPP 项目	基础设施建设	15.56	17.79	10.99	100.00	15 年
乌鲁木齐老城区提升改造 PPP 项目	房建类	82.25	245.06	50.25	19.50	25 年
乌鲁木齐国际机场 T4 航站楼改扩建项目 A 包	基础设施建设	170.00	202.80	--	1.00	28 年
乌鲁木齐市城北新城城镇综合建设项目	房建类	28.79	47.58	18.65	40.00	7 年
合 计		**320.74**	**541.10**	**90.69**		

注：1.上表中的乌鲁木齐市华光街东延（七道湾路- 石人沟路）道路交通 PPP 项目因其他股东没有到位，故上表列示公司持有 100%股份，根据公司反馈，预计其他股东将于今年内到位，公司实际控股比例将为 20%。2.上表中的乌鲁木齐国际机场 T4 航站楼改扩建项目 A 包项目签订时间较晚，因受疫情等因素影响公司未与政府完成确权工作，故未确定已投资额。

资料来源：公司提供

（3）其他

除房屋建设及基础设施建设业务外，公司还经营包括设计业务和资产租赁等业务。公司设计业务主要由公司下属子公司新疆建筑科学研究院（有限责任公司）负责，包括建筑工程设计和人防工程设计，外部客户主要包括乌鲁木齐市城市交通投资有限责任公司、新疆维泰开发建设（集团）股份有限公司、上海市政工程设计研究总院（集团）有限公司、中国石油天然气股份有限公司塔里木油田分公司等。

2019 年，公司实现其他业务收入 4.98 亿元，毛利率 14.17%，同比均略有增长。2020 年 1—3 月，公司的其他业务收入 0.58 亿元，毛利率 23.64%。

3.经营效率

2018~2019年，公司销售债权周转次数有所增长，分别为1.96次和2.29次；存货周转次数快速增长，分别为10.42次和22.06次；总资产周转次数分别为0.84次和0.93次。整体看，跟踪期内，公司上述三项指标均处于一般水平，公司经营效率一般。

4. 未来发展

公司明确四个未来工作的重点，分别是“加强体系建设与资源整合能力”、“加强区域经营与市场营销能力”、“规范管理标准与提升承包建设能力”以及“提升项目盈利能力以及资金筹划能力”。

在业务发展策略方面，公司未来加大力度扩张规模来支撑企业的生存和发展。房屋建设工程侧重承揽超高层建筑与公共公用工程，如医院、学校、场馆和机场等工程；市政工程侧重承揽城市公共公用设施的建设、水处理、水供给和城市亮化等工程。

在运营发展策略方面，公司将会着力强调规范PPP业务，严格存量PPP清查。坚持已开工未入库项目或被清理出库的项目坚决停工，已中标未开工未入库项目，入库前不得实质性投入或开工，已入库的在施项目要尽力确保不被清理出库的标准。在做好风险防控的同时，要继续推进集团投资业务健康发展。

在海外业务发展方面，公司提出“海外优先”的发展战略。公司在开拓中亚及周边国家市场具有明显的地缘优势。开展国别深度营销，积极参加海外项目投标。落实公司已有项目的履约工作。高度重视海外风险防控。

八、财务分析

公司提供了2019年度合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该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年一季度财务报表未经审计。

2019年公司合并口径新增1家一级子公司，系投资设立的中建新城建设工程有限公司。2020年1—3月，公司将原分公司中建新疆建工集团第四建筑工程有限公司独立为公司全资子公司，并纳入合并范围。截至2020年3月底，公司合并口径一级子公司15家。上述合并范围变更所涉及的子公司规模较小，整体看，公司合并口径的财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成仍以流动资产为主；资产构成中应收类款项占比较大，对公司资金占用严重。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额422.91亿元，较上年底增长19.27%，公司资产构成仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62.07	17.50	86.78	20.52	61.64	15.21
应收票据	46.69	13.17	28.03	6.63	25.39	6.26
应收账款融资	--	--	19.28	4.56	--	--
应收账款	106.47	30.03	133.19	31.49	152.22	37.56
合同资产	--	--	25.98	6.14	33.90	8.36
其他应收款	13.51	3.81	16.44	3.89	18.30	4.52
存货	25.61	7.22	4.30	1.02	7.56	1.87
其他流动资产	3.32	0.94	10.85	2.57	4.66	1.15
流动资产合计	**267.46**	**75.43**	**335.76**	**79.40**	**319.29**	**78.78**
长期应收款	33.69	9.50	16.54	3.91	16.66	4.11
长期股权投资	14.14	3.99	17.44	4.12	18.16	4.48
固定资产	26.06	7.35	24.15	5.71	23.45	5.79
其他非流动资产	0.02	0.01	11.03	2.61	6.20	1.53
非流动资产合计	**87.13**	**24.57**	**87.14**	**20.60**	**85.99**	**21.22**

资产合计	**354.59**	**100.00**	**422.91**	**100.00**	**405.28**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 335.76 亿元，较上年底增长 25.54%，主要为货币资金、应收账款、合同资产等科目增长所致。公司货币资金 86.78 亿元，较上年底增长 39.82%，主要构成为银行存款 85.25 亿元，货币资金中受限资金 1.57 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。公司应收票据 28.03 亿元，较上年底下降 39.96%，构成全部为商业承兑汇票，应收票据下降系将银行承兑汇票计入应收账款融资科目所致。公司应收账款融资 19.28 亿元，构成为银行承兑汇票，2019 年因会计准则变更，将原计入应付票据的银行承兑汇票计入该科目。公司应收账款 133.19 亿元，较上年底增长 25.09%；公司累计计提坏账准备 8.85 亿元；公司应收账款前五名账面余额 6.52 亿元，占应收账款 4.59%，集中度较低。

表 11　截至 2019 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

公司名称	金额	占比
中建新型城镇化（新疆）投资有限公司	2.14	1.50
西安新型城镇化投资有限公司	1.53	1.08
英吉沙县教育局	1.03	0.72
库车县住房和城乡建设局	1.02	0.72
新疆医科大学	0.81	0.57
合计	**6.52**	**4.59**

数据来源：审计报告

截至 2019 年底，公司其他应收款 16.44 亿元，较上年底增长 21.71%，主要系下属子公司的应收账款款项性质变化，由应收账款科目调整至其他应收款科目所致，公司其他应收款的构成主要为应收的保证金；截至 2019 年底，公司累计计提坏账准备 5.18 亿元；公司其他应收款前五名占其他应收款合计的 12.43%，集中度较低。公司存货 4.30 亿元，较上年底大幅下降 83.22%，主要系将已完工未结算工程款调整至合同资产所致，公司存货主要由原材料 3.35 亿元构成。公司合同资产 25.98 亿元，主要为已完工未结算的项目成本，同期合同资产减值准备 0.78 亿元。公司其他流动资产 10.85 亿元，较上年底增长 7.53 亿元，公司其他流动资产主要构成为待抵扣进项税、以摊余成本计量的短期债权投资等，2019 年增长部分主要为以摊余成本计量的短期债权投资的增长。

截至 2019 年底，公司非流动资产 87.14 亿元，较上年底变动不大，非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和固定资产构成。公司长期应收款 16.54 亿元，较上年底下降 50.89%，主要系收到项目工程款所致；从结构上看，长期应收款主要由 PPP/BT 项目应收款 16.57 亿元构成。公司长期股权投资 17.44 亿元，较上年底增长 23.35%，主要为公司对联营企业的投资。公司固定资产 24.15 亿元，较上年底减少 7.29%，主要系计提折旧所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成。公司其他非流动资产 11.03 亿元，较上年底大幅增长 11.01 亿元，公司其他非流动资产主要构成及增长部分为质保金。

截至 2020 年 3 月底，公司资产合计 405.28 亿元，资产规模及构成较 2019 年底变化不大。其中，公司货币资金 61.64 亿元，较 2019 年底减少 28.97%；应收账款 152.22 亿元，较 2019 年底增长 14.29%，主要为应收工程款；合同资产 33.90 亿元，较 2019 年底增长 30.46%。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 2.74 亿元，主要系构成为受限货币资金 1.57 亿元，其他为应收票据、应收账款和应收账款，公司受限资产占当期总资产的 0.65%，占比很低。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，主要系少数股东权益增长所致，公司所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较差。

截至 2019 年底，公司所有者权益 118.65 亿元，较上年底增长 23.73%，主要系实收资本

和少数股东权益的增长所致。公司实收资本28.75亿元，较上年底增长14.64%，主要系股东中建股份增资3.49亿元所致。公司少数股东权益79.22亿元，较上年底增长33.94%，系西部建设的子公司2019年底通过债转股融资所致。截至2020年3月底，公司所有者权益规模与结构较2019年底保持稳定。总体看，所有者权益中，少数股东权益占比高，稳定性较差。

表12 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	25.08	26.15	28.76	24.24	28.76	24.40
资本公积	8.27	8.62	8.36	7.05	8.37	7.10
归属于母公司权益合计	**36.75**	**38.32**	**39.43**	**33.23**	**39.23**	**33.28**
少数股东权益	59.15	61.68	79.22	66.77	78.65	66.72
所有者权益合计	**95.90**	**100.00**	**118.65**	**100.00**	**117.88**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

跟踪期内，公司负债规模有所增长，其中应付账款规模大；公司有息债务规模有所下降，债务负担进一步降低，整体债务负担较轻。

截至2019年底，负债总额304.26亿元，较上年底增长17.61%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债276.07亿元，较上年底增长18.89%。其中短期借款14.77亿元，较上年底下降24.59%，主要系公司偿还信用借款所致，公司的短期借款主要构成为信用借款12.90亿元；公司应付票据11.94亿元，较上年底下降26.49%，主要系公司应付银行承兑汇票减少；公司应付账款205.53亿元，较上年底增长36.45%，从账龄上看，1年以内占85.06%，1~2年内占9.42%，2~3年内占2.74%，3年以上占2.78%，账龄较短。公司其他应付款14.88亿元，较上年底增长47.75%，主要系往来款增长所致。

截至2019年底，公司非流动负债28.19亿元，较上年底增长6.41%，主要系应付债券增长所致。公司长期借款7.65亿元（全部为信用借款），较上年底减少43.82%，主要系公司偿还到期的信用借款所致。公司应付债券14.97亿元，较上年底增长114.16%，主要系发行8.00亿元的“19中建新疆MTN001”。公司长期应付款2.38亿元，较上年底下降2.69%，主要构成为国开行借款2.33亿元，为长期有息债务。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.59	7.57	14.77	4.85	13.75	4.78
应付票据	16.25	6.28	11.94	3.92	13.12	4.57
应付账款	150.62	58.22	205.53	67.55	185.98	64.71
其他应付款	10.54	4.07	14.88	4.89	18.63	6.48
流动负债	**232.20**	**89.76**	**276.07**	**90.73**	**261.63**	**91.03**
长期借款	13.61	5.26	7.65	2.51	8.45	2.94
应付债券	6.99	2.70	14.97	4.92	14.97	5.21
非流动负债	**26.49**	**10.24**	**28.19**	**9.27**	**25.76**	**8.96**
负债总额	**258.69**	**100.00**	**304.26**	**100.00**	**287.40**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和2020年一季报整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 287.40 亿元，较 2019 年底有所下降。其中应付账款 185.98 亿元，较 2019 年底下降 9.51%。其他科目较 2019 年底变动不大。

截至 2019 年底，将长期应付款中的有息债务纳入到长期债务核算，公司调整后的全部债务 54.51 亿元，较 2018 年下降 20.69%，其中短期债务 29.56 亿元，调整后长期债务 24.94 亿元，短期债务占比较大，2020 年 3 月底，公司的调整后全部债务进一步下降至 53.79 亿元，其中短期债务仍占比较大。截至 2019 年底，公司的资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率均较 2018 年有所下降，分别为 71.49%、17.37%和 31.48%，截至 2020 年 3 月底，公司的资产负债率和调整后全部债务资本化比率进一步下降至 70.91%和 31.33%，调整后长期债务资本化比率增长至 17.93%。总体看，公司整体债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务 53.79 亿元。根据公司提供的未来偿债安排，相较于其他年份，公司将于 2020 年偿债规模较大，但考虑到公,现金类资产规模较大，公司未来的偿债集中压力不大。

表14 公司未来偿债安排（单位：亿元）

年 度	金 额
2020 年 4-12 月	26.17
2021 年	11.08
2022 年	10.24
2023 年	--
2024 年及以后	6.30

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，营业利润率有所上升；期间费用控制能力尚可，整体盈利能力较强。

2019 年，公司营业收入为 359.80 亿元，较 2018 年增长 30.38%；同期营业成本增至 329.88 亿元，同比增长 32.05%。公司营业收入增幅略低于营业成本增幅，当期营业利润率 7.91%，较 2018 年下降了 1.12 个百分点。

公司期间费用主要由研发费用和管理费用构成，2019 年期间费用 21.19 亿元，占营业收入的 5.89%，占比较上基本持平，公司期间费用控制能力尚可。同期，公司的其他收入 0.22 亿元，为公司收到财政拨款、政府奖励等补助收入。

2019 年，公司营业外收入为 3.79 亿元，主要为公司债务豁免资金 2.21 亿元，金额较 2018 年的 0.73 亿元大幅增长，营业外收入中还包括 0.14 亿元的政府补助资金。

2019 年公司利润总额 8.30 亿元，较 2018 年增长 6.12%。盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率为 5.28%，较上年增加 0.14 个百分点，净资产收益率为 5.20%，较上年底减少 0.93 个百分点，公司整体盈利能力较强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 57.41 亿元，营业利润率为 2.50%，利润总额-1.01 亿元。

4. 现金流分析

2019年，受公司业务扩张的影响，公司经营活动现金流同比大幅净流入，收入实现质量较差；投资活动现金净流出，筹资活动净流入规模仍较小，考虑到公司在手项目规模较大，公司未来获将面临一定的筹资压力。

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金。2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 258.96 亿元，同期现金收入比 71.97%，较 2018 年略有下降，收入实现质量仍较差；公司收到其他与经营活动有关的现金 10.55 亿元，主要系收到的往来款。公司购买商品、接受劳务支付的现金 187.43 亿元，同比变动不大，主要为公司对在手项目的投入。公司经营活动现金流量净额 34.48 亿元，较 2018 年由负转正且大幅增长。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金 7.56 亿元，主要为收到与关联方的借款；公司

投资活动现金大额流出系支付其他与投资活动有关的现金同比大幅增长至 13.80 亿元，主要为支付与关联方的借款。公司投资活动现金流量净额-10.65 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 60.50 亿元，主要构成为取得借款及发行债券收到的现金，公司吸收投资收到的现金 18.78 亿元，其中为公司收到的股东注资及西部建设的子公司进行债转股融资收到的款项。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。公司筹资活动净流入 2.91 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 22.96 亿元，投资活动现金净流出 1.30 亿元，筹资活动现金净流出 0.57 亿元。

5．偿债能力

相对于短期债务规模，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力较强，长期偿债能力强，考虑到公司建筑施工类业务在手合同金融较大，未来业务持续性较好，且公司的间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

2019年底，公司流动比率和速动比率同比均有所增长，分别为121.62%和120.07%，2020年3月底，流动比率进一步增长至122.04%，速动比率降低至119.15%。2019年，经营现金流动负债比大幅增长至12.49%。2020年3月底，公司现金类资产为87.03亿元，为同期短期债务的3.10倍，公司短期偿债能力较强。

2019 年，公司 EBITDA 为 16.90 亿元，较上年有所增长，全部债务/EBITDA 为 3.09 倍，较上年有所下降。公司长期偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司银行授信 253.60 亿元，已经使用 45.49 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6．母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额、所有者权益、债务合计、营业收入和利润总额占合并口径的比重一般，公司大部分资产和业务均集中在子公司，需持续关注母公司对子公司的管控情况。此外，母公司的债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司资产总额 188.63 亿元，同比增长 29.92%，主要系应收账款增长所致，公司资产总额占合并口径的 44.60%，母公司资产中货币资金、应收账款和合同资产占比较大，其中货币资金 30.77 亿元，较上年底增长 32.44%，应收账款 37.63 亿元，较上年底增长 55.44%，合同资产 20.77 亿元。母公司非流动资产 57.69 亿元，较上年底下降 2.72%，主要由长期股权投资构成，母公司长期股权投资 40.22 亿元，较上年底增长 6.67%。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 200.75 亿元，较 2019 年底增长 6.43%，主要为合同资产增长所致，资产结构及其他科目均较 2019 年底变化较小。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 34.68 亿元，相当于合并口径的 29.23%，较 2018 年底增长 9.43%，主要系实收资本增长所致，系母公司收到股东缴纳资本金；结构上仍主要由实收资本构成，所有者权益稳定性较好。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益 34.88 亿元，较 2019 年底无明显变化。

截至 2019 年底，母公司负债合计 153.95 亿元，较上年底增长 35.64%，相当于合并口径的 50.60%。母公司的流动负债 138.86 亿元，较上年底增长 34.22%，主要为应付账款增长所致，母公司应付账款 87.07 亿元，较上年底增长 54.28%，其他应付款 23.58 亿元，较上年底增长 48.66%。母公司非流动负债 15.09 亿元，较上年底增长 50.30%，主要为新增应付债券 7.98 亿元所致。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 165.87 亿元，较 2019 年底略有增长，主要系其他应付款增长所致，母公司其他负债科目及负债构成等方面均较 2019 年底变动不大。2020 年 3 月底母公司的资产负债率和长权期债务资本化比率较 2019 年底略有增长，长期债务资本化比率较 2019 年底略有下降，上述三个指标分别为 82.63%、46.83%和 22.86%。总

体看，母公司整体债务负担较重。

2019年，母公司实现营业收入111.70亿元，较上年底增长59.24%，相当于合并口径的31.04%；实现营业利润率为4.44%；实现利润总额0.60亿元，相当于合并口径的7.23%。2020年1—3月，母公司实现营业收入31.30亿元，利润总额0.14亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年3月底，公司存续债券的短期偿债压力小，未来集中偿付压力较小。

截至2020年3月底，公司一年内到期需兑付债券7.00亿元，未来偿债峰值为2022年将兑付8.00亿元的“19中建新疆MTN001”。2019年底，公司现金类资产114.81亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为269.51亿元、34.48亿元和16.90亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司现金类资产对一年内到期需兑付债券本金保障程度高，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力好。

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	
一年内到期债券余额	7.00
未来待偿债券本金峰值	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	16.40
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	33.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	4.31
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.11

资料来源：联合资信整理

担保方分析

中建股份对公司发行的“19 中建新疆MTN001”的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。中建股份担保代偿能力极强，“19 中建新疆MTN001”到期偿还风险极低。

中建股份对“19中建新疆MTN001”的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中建股份为中国最大的建筑房地产综合企业集团，在行业地位及品牌、专业科研等方面的显著优势。中建股份于2009年7月在上海证券交易所上市。截至2020年5月底，中建股份控股股东为中国建筑集团有限公司（持股56.30%）。中国建筑集团有限公司为国有独资企业，国务院国资委持有其100%的权益，中建股份实际控制人为国务院国资委。

截至2019年底，中建股份合并资产总额20344.52亿元，较上年底增长9.27%；所有者权益合计5018.35亿元，较上年底增长16.91%。2019年，中建股份实现营业收入14198.37亿元，较上年底增长18.39%；利润总额814.68亿元，较上年底增长13.48%。

截至2019年底，中建股份资产总额为20344.52亿元，较上年底增长9.27%，主要系合同资产等科目增长所致。资产构成仍以流动资产为主，资产总额中的货币资金、存货、长期应收款科目占比大。中建股份货币资金2924.41亿元，较上年底下降7.89%。合同资产1509.75亿元，较上年底大幅增加1418.97亿元。存货5789.18亿元，较上年底下降8.83%，系结转成本等所致。长期应收款1648.26亿元，较上年底下降41.44%，系收到部分押金及工程质量保证金、收到BT项目款等所致。

截至2019年底，中建股份负债规模同比增长6.98%，2019年底为15326.17亿元，构成仍以流动负债为主，其中应付账款和合同负债规模大，应付账款主要为应付材料款等，2019年为4931.30亿元，较上年底增长2.42%。合同负债2817.90亿元，较上年底大幅增长213.07%。非流动负债中长期借款规模大，长期借款为2478.00亿元，较上年底增长15.43%。

所有者权益方面，截至2019年底，中建股份的所有者权益5018.35亿元，较上年底增长16.91%，主要系盈余公积和未分配利润增长所致。中建股份的所有者权益构成中未分配利润和少数股东权益占比仍大，分别为1975.41亿元和2246.38亿元。

2019 年，中建股份实现营业收入 14198.37 亿元，较上年底增长 18.39%。实现利润总额 814.68 亿元，较上年底增长 13.48%。中建股份实现营业利润率 9.89%，较上年底下降 0.65 个百分点。实现总资本收益率 6.49%，较上年底增加 0.08 个百分点。实现净资产收益率 12.59%，较上年底下降 0.30 个百分点。

2019 年，中建股份实现经营活动净现金流 -342.20 亿元，投资活动净现金流-198.13 亿元，筹资活动净现金流 263.08 亿元。

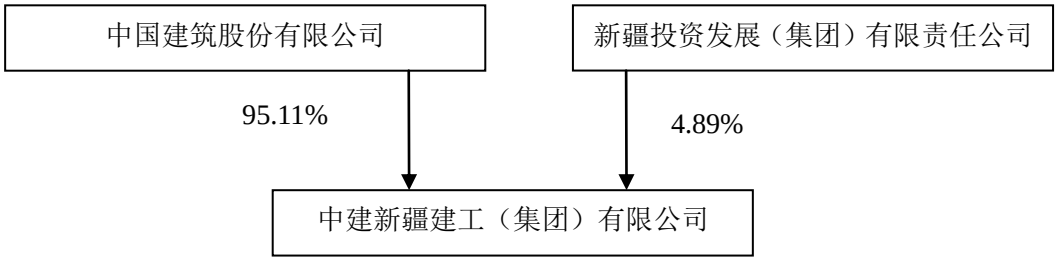
截至 2020 年 3 月底，中建股份合并资产总额 20732.22 亿元，所有者权益合计 4938.64 亿元。2020 年 1—3 月，中建股份实现营业收入 2638.31 亿元，利润总额 131.47 亿元。

总体看，中建股份的资产、所有者权益、收入和利润规模大，行业地位领先。联合资信评定中建股份的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。该信用等级反映了中建股份担保代偿能力极强。

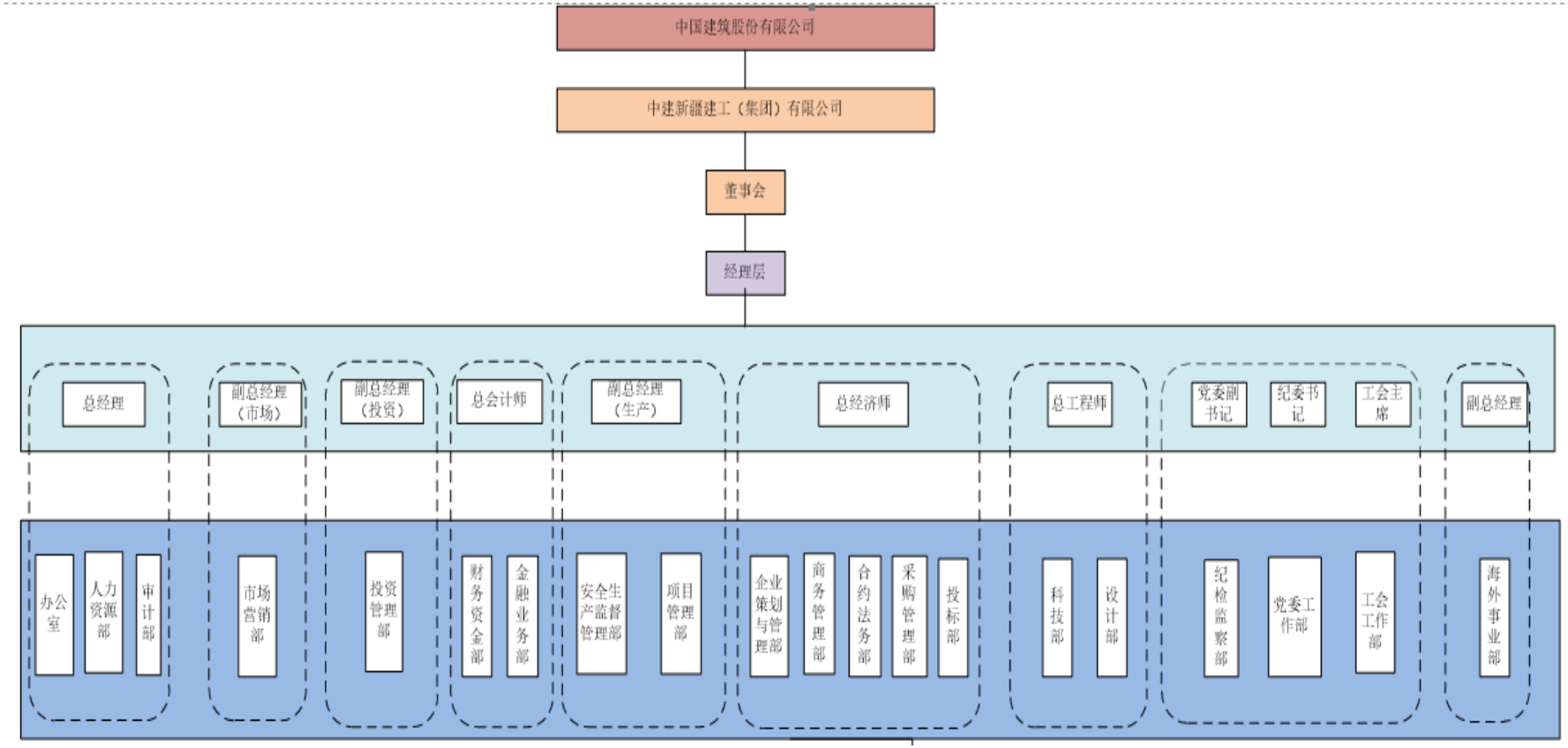
十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^{+}，并维持“19 中建新疆 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司合并口径一级子公司列表

序号	控股公司全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	中建新疆建工集团第一建筑工程有限公司	31500.0	100.00
2	中建新疆建工集团第三建设工程有限公司	1,850.0	100.00
3	中建新疆建工集团第四建筑工程有限公司	4000.0	100.00
4	中建新疆建工集团第五建筑工程有限公司	32050.0	100.00
5	中建新疆建工土木工程有限公司	16000.0	100.00
6	新疆建筑科学研究院(有限责任公司)	5000.0	100.00
7	中建中新建设工程有限公司	11200.0	100.00
8	中建新城建设工程有限公司	10000.0	100.00
9	中建新疆建工集团红雁建材有限公司	1500.0	100.00
10	吐鲁番中建城市建设投资有限公司	15000.0	100.00
11	新疆中建基础设施开发建设有限公司	7000.0	100.00
12	泸州中建城市建设投资有限公司	26000.0	90.00
13	中建新疆建工(集团)建筑投资有限公司	10000.0	66.00
14	石河子市建富城市管廊建设投资有限公司	60000.0	60.00
15	中建西部建设股份有限公司	126235.4	31.43

资料来源：公司提供

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)	81.94	108.76	114.81	87.03
资产总额(亿元)	303.74	354.59	422.91	405.28
所有者权益(亿元)	73.80	95.90	118.65	117.88
短期债务(亿元)	39.15	45.72	29.56	28.03
长期债务(亿元)	30.67	20.60	22.61	23.42
调整后长期债务(亿元)	33.07	23.00	24.94	25.75
全部债务(亿元)	69.83	66.32	52.18	51.46
调整后全部债务(亿元)	72.23	68.72	54.51	53.79
营业收入(亿元)	203.47	275.97	359.80	57.41
利润总额(亿元)	1.70	7.82	8.30	-1.01
EBITDA(亿元)	9.40	14.99	16.90	--
经营性净现金流(亿元)	2.71	-5.09	34.48	-22.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.71	1.96	2.29	--
存货周转次数(次)	8.45	10.42	22.06	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.84	0.93	--
现金收入比(%)	74.58	78.14	71.97	83.19
营业利润率(%)	7.95	9.03	7.91	2.50
总资本收益率(%)	2.71	5.14	5.28	--
调整后总资本收益率(%)	2.66	5.07	5.21	--
净资产收益率(%)	1.02	6.13	5.20	--
长期债务资本化比率(%)	29.36	17.68	16.01	16.58
调整后长期债务资本化比率(%)	30.95	19.34	17.37	17.93
全部债务资本化比率(%)	48.62	40.88	30.54	30.39
调整后全部债务资本化比率(%)	49.46	41.75	31.48	31.33
资产负债率(%)	75.70	72.96	71.94	70.91
流动比率(%)	124.25	115.19	121.62	122.04
速动比率(%)	112.75	104.16	120.07	119.15
经营现金流动负债比(%)	1.39	-2.19	12.49	--
现金短期债务比（倍）	2.09	2.38	3.88	3.10
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	6.04	5.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.43	4.43	3.09	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.69	4.59	3.22	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

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)	7.39	24.24	34.94	29.69
资产总额(亿元)	111.68	145.19	188.63	200.75
所有者权益(亿元)	14.32	31.69	34.68	34.88
短期债务(亿元)	19.38	20.99	17.47	20.38
长期债务(亿元)	8.98	5.27	10.98	10.34
全部债务(亿元)	28.36	26.26	28.45	30.72
营业收入(亿元)	40.58	70.15	111.70	31.30
利润总额(亿元)	0.91	0.76	0.60	0.14
EBITDA(亿元)	2.47	2.10	2.80	--
经营性净现金流(亿元)	9.92	7.25	15.25	-4.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.56	2.70	3.33	--
存货周转次数(次)	3.14	4.46	12.80	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.55	0.67	--
现金收入比(%)	96.63	74.44	86.33	95.00
营业利润率(%)	7.05	11.04	4.44	3.80
总资本收益率(%)	5.15	2.97	3.64	--
净资产收益率(%)	6.71	1.20	2.19	--
长期债务资本化比率(%)	38.55	14.26	24.04	22.86
全部债务资本化比率(%)	66.45	45.31	45.07	46.83
资产负债率(%)	87.18	78.17	81.61	82.63
流动比率(%)	85.22	83.02	94.30	91.06
速动比率(%)	71.01	67.59	93.80	88.81
经营现金流动负债比(%)	11.77	7.01	10.98	--
现金短期债务比（倍）	0.38	1.16	2.00	1.46
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	1.57	1.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.50	12.51	10.17	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

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-营业税金及附加）/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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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/短期投资+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

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

附件 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务