

中国建筑股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: A+Api

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 8 月 12 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	6516.94	7838.21	9191.06	9359.77
所有者权益(亿元)	1395.54	1645.64	1969.13	2188.66
长期债务(亿元)	1137.35	1398.73	1561.89	1700.02
全部债务(亿元)	1790.77	2045.08	2417.51	2591.75
营业收入(亿元)	5715.16	6810.48	8000.29	1937.67
利润总额(亿元)	301.61	387.99	437.80	98.24
EBITDA(亿元)	392.80	499.35	561.69	--
营业利润率(%)	8.33	8.24	8.72	7.86
净资产收益率(%)	16.32	17.83	16.85	--
资产负债率(%)	78.59	79.00	78.58	76.62
全部债务资本化比率(%)	56.20	55.41	55.11	54.22
流动比率(%)	135.32	132.04	131.72	137.19
全部债务/EBITDA(倍)	4.56	4.10	4.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	3.24	2.94	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计; 2. 公司其他流动负债科目中的短期融资券已计入短期债务和全部债务中。

分析师

焦洁 王兴萍

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对中国建筑股份有限公司(以下简称“中国建筑”或“公司”)的评级反映了公司作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、股东支持、专业科研等方面的显著优势。近年来,公司房建、基建、地产业务板块发展情况良好,协调效应明显,资产规模及营业收入快速增长。同时,联合资信也关注到建筑行业市场竞争激烈、房地产行业政策和国际承包风险因素增加,存货占比大以及未来投资规模支出大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来随宏观经济趋稳向好,公司凭借在国内外市场突出的竞争优势、完善的产业链以及各业务间显著的协同效益,公司整体盈利能力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在建筑行业具有领先的地位,品牌、技术优势明显。
2. 公司主营业务经营情况良好,各业务板块协同效应显著。
3. 公司资产及收入增长较快,项目储备充足,现金充裕。

关注

1. 建筑业市场竞争激烈,行业利润偏低。
2. 近年来国内外宏观经济增速放缓,中国对房地产行业持续调控,公司外部发展环境不确定因素增大,同时国际业务易受国际环境变化影响,存在一定的不确定性。
3. 公司应收账款、存货及长期应收款占比较大,对资金周转造成一定压力。

4. 公司未来投资支出规模大，存在较大融资需求。

信用评级报告声明

一、本公开评级信用分析报告中引用的中国建筑股份有限公司相关资料全部来自公开信息，未考虑无法获取的可能对公司信用等级有重要影响的非公开资料，评级结果客观性可能会受到影响，联合资信评估有限公司不保证引用资料的真实性及完整性。

二、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

三、联合资信评估有限公司、评级人员与中国建筑股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

四、本报告的评级结论是联合资信评估有限公司依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国建筑股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、如本报告所依据的基础信息发生变化，联合资信评估有限公司有权依据新的基础信息对中国建筑股份有限公司进行重新判断，并依据此重新评定其信用等级。

一、主体概况

中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”或“公司”）是根据中国法律、行政法规的有关规定，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）于 2007 年 12 月 6 日以国资改革【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（以下统称“其他发起人”）作为发起人共同发起设立的股份有限公司。

根据国资委 2007 年 9 月 7 日出具的《关于中国建筑工程总公司整体重组改制并境内上市的批复》（国资改革【2007】1087 号文）（“重组方案”），中建总公司与公司于 2007 年 12 月 26 日签订了《重组协议》。根据重组协议，中建总公司作为主发起人，联合其他发起人于 2007 年 11 月 2 日签订《中国建筑股份有限公司发起人协议》。作为公司的主发起人的中建总公司将其拥有的货币资金以及与其主营业务相关的实物、土地使用权及其在相关下属企业中的股权/权益等非货币资产（连同相应负债）作为出资投入公司，其他发起人以货币出资投入公司。截至 2007 年底，中建总公司持有公司股本 1692000 万股，占总股份的 94%，其他出资人分别持股 36000 万股（各占总股份的 2%），合计 108000 万股，占总股份的 6%。

2009 年 7 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）以证监发行字【2009】627 号文《关于核准中国建筑股份有限公司首次公开发行股票的通知》核准本公司首次公开发行不超过 1200000 万股人民币普通股（A 股）股票。当月，公司公开发行人民币普通股（A 股）股票计 1200000 万股，并在上海证券交易所上市，股票代码“601668”。根据国务院国资委《关于中国建筑股份有限公司国有股转持有关问题的批复》（国资产权

【2009】461 号），中建总公司持有的公司 112800 万股和其他发起人持有的公司 7200 万股，共计 120000 万股股份划转给全国社会保障基金理事会（按本次发行上限 1200000 万股的 10% 计算）。此次发行后，公司总股本为 3000000 万股，其中，中建总公司持股 1579200 万股，占总股份的 52.64%；全国社会保障基金理事会持股 120000 万股，占总股份的 4%；其他发起人分别持股 33600 万股，分别占总股份的 1.12%。

自公司上市以来，控股股东中国建筑工程总公司持续实施了多次增持计划。截至 2015 年 3 月底，控股股东已累计持有公司 16845568569 股，占公司总股本的 56.15%。其他发起人中全国社会保障基金理事会持股 1128000000 股，占总股本的 3.76%；宝钢集团有限公司持股 245000000 股，占总股份的 0.82%；国泰君安证券股份有限公司持股 209520080 股，占总股份的 0.70%。公司控股股东中建总公司为国有独资企业，国务院国有资产管理委员会（以下简称“国务院国资委”）持有其 100% 的权益，公司实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围为：承担国内外公用、民用房屋建筑工程的施工、安装、咨询；基础设施项目的投资与承建；国内外房地产投资与开发；建筑与基础设施建设的勘察与设计；装饰工程、园林工程的设计与施工；实业投资；承包境内外资工程；进出口业务；建筑材料及其他非金属矿物制品、建筑用金属制品、工具、建筑工程机械和钻探机械的生产与销售。

截至 2015 年 3 月底，公司内部设立董事会办公室、监事会办公室、办公厅、企业策划与管理部、人力资源部、财务部、资金部、投资部、法律事务部、市场与客户管理部、安全质量环境部（项目管理部）、科技与设计管理部、企业文化部、信息化管理部、审计局、监察局、总部事务管理局、老干部局共 18 个职

能部门。同时设有城市综合建设部、海外事业部和基础设施事业部 3 个业务部门；西南区域总部、西北区域总部和东北区域总部 3 个区域总部；以及上海办事处和广东办事处 2 个办事处。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 9191.06 亿元，所有者权益合计 1969.13 亿元（其中少数股东权益 578.94 亿元）。2014 年公司实现营业收入 8000.29 亿元，利润总额 437.80 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 9359.77 亿元，所有者权益合计 2188.66 亿元（其中少数股东权益 596.85 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1937.67 亿元，利润总额 98.24 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区三里河路 15 号；法定代表人：易军。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口

增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

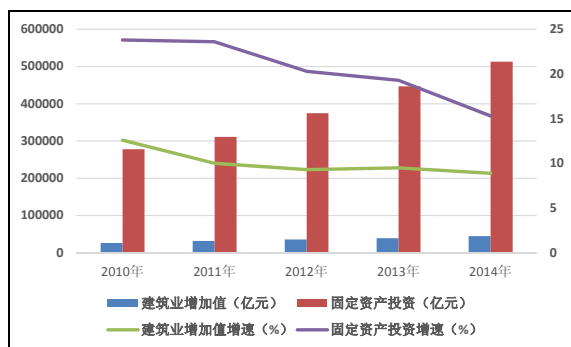
三、行业分析

1. 建筑业

(1) 建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2014年，全社会建筑业增加值44725亿元，比上年增长8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6913亿元，增长13.7%，其中国有及国有控股企业1639亿元，增长11.7%。

图1 2010~2014年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



资料来源：国家统计局

2013年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2014年全社会固定资产投资512761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%，固定资产投资增长较快。

同时2014年房地产市场持续低迷，城市住

宅市场成交量同比下降较快，住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

(2) 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu（日本清水）	占有国内高端市场，主要优势在设计 and 工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska（瑞典斯堪斯卡）	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信通过公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

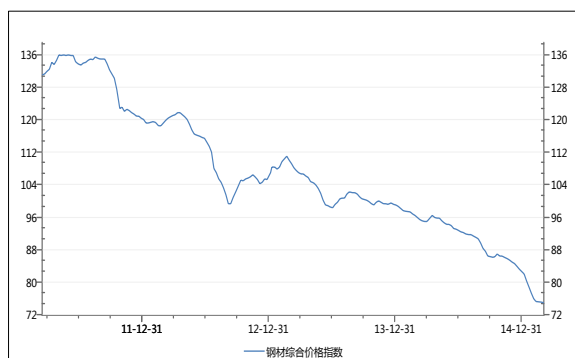
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

图2 近年钢材综合价格指数



资料来源：wind 资讯

2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，钢铁行

业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2013年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近2009年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业2013年获利的关键。进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与2013年走势相反，与2012年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且12月份又有向下回调。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（4）建筑行业发展趋势

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

2. 房地产行业

2014年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下

滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿

元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房

地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“930”新政），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加

快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及

降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司控股股东为中建总公司，国务院国资委持有中建总公司100%权益，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司是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，是中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的建筑企业集团之一；公司主营业务范围包括房屋建筑工程、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资及设计勘察五大领域。

资质方面，截至2014年3月底，中国建筑股份有限公司具有房屋建筑、公路工程、市政公用总承包3个特级资质，是国内唯一一家同时拥有“三特”资质、“1+4”资质和建筑行业工程设计甲级资质的建筑企业。

公司自成立以来承担了大量国家级重点项目，先后承建了一汽、二汽、大庆炼油厂等国家重点项目；以及“中国第一高楼”上海环球金融中心、美国《时代》杂志选为“建筑奇迹”的中央电视台新址、北京奥运会主场馆之一的国家游泳中心（又称“水立方”）、深圳机

场、昆明机场、京城第一高楼国贸三期、广州的华南第一高楼广州国际金融中心（西塔）、华中第一高楼武汉绿地中心、中国在建第一高楼深圳平安金融中心等地标性工程项目。公司在《财富》杂志“2013年度全球500强企业”排名中位列第80位，继续位列全球建筑公司第1位。

2014年公司房屋建筑业务新签合同额11614亿元，同比增长12.34%；房建业务营业收入5549亿元，占营业收入总额的69.36%，同比增长12.74%。

整体看，公司技术实力雄厚，行业经验丰富，施工质量高，综合实力强。

3. 人员素质

截至2015年3月底，公司现任董事6人，监事5人，高级管理人员10人。

公司董事长易军先生，1960年生，硕士学历，教授级高级工程师。曾任中建建筑承包公司董事、总经理；中国建筑工程总公司总承包部总经理；中建总公司副总经理、党组成员；中建总公司总工程师；公司董事、总裁。现任公司董事长。

公司董事兼总裁官庆先生，1964年生，博士研究生学历，教授级高级工程师。历任中国建筑西南设计研究院三所所长，中国建筑西南设计研究院副院长、院长，中国建筑工程总公司总经理、党组成员，公司副总裁、董事、总裁。现任公司董事兼总裁。

公司副总裁、财务总监兼总法律顾问曾肇河先生，1955年出生，高级会计师，硕士。历任中国建筑工程总公司计财部副经理、中国海外集团有限公司总会计师、中国海外集团有限公司副总经理、中国建筑工程总公司副总经理、中国建筑工程总公司总会计师兼总法律顾问、中国建筑股份有限公司总法律顾问等。现任公司副总裁、财务总监兼总法律顾问。

截至2013年底，公司在岗员工216824人，其中30岁及以下员工占52.00%，31至40岁

的占 22.80%，41 至 50 岁的占 17.30%，51 岁及以上的占 7.90%。从学历构成看，大学以上学历的员工占比达 52.60%，大学专科的 22.6%，中专、高中及以下的占 24.80%。从专业构成看，经营管理人员占 5.60%，工程技术人员占 52.40%，专业管理人员占 26.00%，勘察设计人员占 7.00%，地产开发人员占 9.00%。

根据公司于 2015 年 4 月 17 日公告的《中国建筑股份有限公司关于易军辞去董事长及官庆代行董事长责任公告》：根据公司章程，经公司都是审计通过，公司董事会接受易军先生的辞职报告，同意易军先生因工作调动，辞去公司董事、董事长及董事会专门委员会相关职务，同意在新任董事长选举产生之前，由公司董事、总裁官庆代行董事长职责。易军先生辞职，公司董事会成员人数减少，但仍符合《中华人民共和国公司法》规定的最低人数要求，不会对公司董事会的正常运行、公司的正常经营和非金融企业债务融资工具的偿付产生影响。

整体看，公司主要领导拥有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验。公司员工中专业年青人员占比较大，专业技术强。

4. 技术水平

公司从决策机制、实施体系、执行机构，到资金投入、过程管理、业绩考核、人才激励等诸方面不断建设完善，建立了有效的科技研发体系，取得了良好的效果。

公司的钢结构制作安装技术行业领先。承建了上海环球金融中心大厦、央视新台址主楼、水立方等举世瞩目的钢结构工程，以及江阴目前国内最大的钢结构加工基地等工程；公司以工程项目为载体，研制出了多项绿色及高性能混凝土材料及工艺，得到了业内广泛的关注和认同，形成了强大的混凝土结构工程施工能力。代表性工程有广州珠江新城西塔工程创造了两天一结构层的混凝土施工世界新速度，俄罗斯联邦大厦解决了高寒地区 C100 泵送的

世界难题。

公司在安装领域已形成石油化工成套装置及设备工程安装、变配电与动力工程设备安装、通讯设备安装、超高层建筑机电设备安装、智能建筑设备安装等一系列建筑安装成套技术。代表工程有广州电视塔、大庆石化等项目。

通过承接和顺利实施北京地铁 4 号线、哈大铁路、武汉火车站、蓝商高速、大亚湾核电站、重庆轨道交通 6 号线大剧院江北城车站及区间隧道工程等多个基础设施工程项目，形成了盾构机的改造与应用、第二代核电技术国产化、900 吨箱梁预制架设、铁路站房施工、大断面隧道暗挖等多项达到了业内领先或先进水平的技术，基础设施领域技术实力逐渐增强。

2013 年，公司获国务院国资委中央企业负责人经营业绩考核 A 级荣誉。同时，公司荣获中国建设工程鲁班奖 16 项，占奖项总数的 16.0%，居行业领先地位；荣获国家优质工程奖 32 项，占奖项总数的 14.5%；荣获中国土木工程詹天佑大奖 12 项，占颁奖总数的 36.0%，居行业首位；荣获全国工程建设质量管理小组优秀企业奖 14 项；同期，公司荣获国务院授予的国家科技进步二等奖 2 项，中国施工企业管理协会科学技术奖共计 55 项，中国质量协会科技创新奖 6 项。与此同时，公司还在钢结构、建筑装饰、安装等建筑专业领域获得多项科技类奖项。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》及《上市公司章程指引》、《上市公司股东大会规则》等有关法律、法规和规范性文件的规定制定了公司章程。

目前公司已建立了股东大会、董事会、监事会、独立董事等法人治理结构。并在董事会下设战略与决策委员会、审计委员会、人事与

薪酬委员会等三个专门委员会，各专门委员会全部由董事组成，其中审计、人事与薪酬委员会中独立董事应占二分之一以上并担任召集人，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。公司股东大会为公司的权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会由 7 至 13 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 至 2 人。董事长和副董事长由董事会以及全体董事的过半数选举产生；监事会由 5~9 名监事组成，监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。

公司设经理层，由董事会聘任或解聘，主持公司日常生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

2. 管理水平

公司制定了一系列比较完善的、体现新的公司治理结构的规章制度，构成了比较完善的治理框架及制度体系。包括业务管理、财务管理、资产管理、内部审计、投资管理等制度。

业务管理方面，公司主要包括工程承包、房地产开发及设计勘察等业务。公司根据各类业务制定了相应的业务管理流程，建立并实施了相应流程的授权制度和审核批准制度，明确了相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离、制约和监督。

财务管理方面，公司设置了独立的财务会计机构，职责明确，并执行不相容岗位职责相分离原则以及关键会计岗位轮岗制度，做到各岗位相互牵制，批准、执行和记录职能分开。对附属机构和控股子公司的财务负责人实行委派制，以加强本公司对下属企业的财务监督作用。与此同时，为提高财务工作的效果与效率，公司建立了较为顺畅的财务信息传递渠道，构建了财务报表一级集中管理信息平台，以便为公司的经营管理决策及利益相关方提供及时准确的财务信息。

投融资管理方面，公司对融资与担保实现

预算管理、分级负责、业务考核的总原则。未经公司批准，子公司不能对外提供各类担保；未经公司批准，各子公司不能为公司内部单位提供各类担保、资金拆借等融资担保行为。在投资方面，公司统一执行母公司中国建筑的投资管理有限公司规定，在投资管理体制、投资决策权限、投资项目运作程序等方面均有详细的规定。

安全生产方面，公司设有安全生产专职管理机构——安全环境部，负责集团安全生产、文明施工、环境保护等管理工作。此外公司还制定了《安全生产责任制度》等多个指导性文件，同时为保证公司规章制度的有效落实，公司通过层层签订安全生产责任状或目标考核责任书的形式，对安全管理目标进行层层分解。

总体看，公司治理结构较为完善，制定了一系列的管理制度，日常经营管理工作均有章可循，规范程度高。

六、经营分析

1. 经营现状

公司在“坚守房建主业的同时，按照相关多元化思路，大力发展基建、地产和设计勘察业务”的发展战略指导下，经多年经营，目前已形成房建、基建、地产和设计勘察四大业务板块。其中国际承包业务，目前按工程类型分别归入房建和基建业务板块。公司近年来收入规模快速增长，2012~2014年，营业收入分别为5715.16亿元、6810.48亿元和8000.29亿元，年均复合增长18.31%。

从收入构成看，房建业务是公司主要收入来源，近三年该业务占公司营业收入比重逐年下降，2014年公司房建业务收入占公司营业收入比重达69.36%，较2013年的71.76%下降7.93个百分点；基建和房地产业务是近年来公司相关多元化战略的重要体现，近三年上述两个业务板块占公司营业收入比重均达10%以上。2014年，公司基建和地产业务占公司营业

收入比重分别为 13.68%和 14.31%，其中，房地产业务较上年有所上升。2014 年，公司设计勘察业务收入较上年小幅增长，但规模较小，对整体收入贡献有限，2012~2014 年设计勘察业务占比分别为 1.09%、1.00%和 0.82%。

从毛利率水平看，近三年公司传统优势业务房建板块毛利率分别为 7.76%、7.59%和 7.51%，持续下降。公司基建板块毛利率水平相对较高，2012~2014 年分别为 10.82%、10.35%和 11.30%，系该业务板块主要采用 BT 和 BOT 业务模式，集建设投资运营于一体，毛利率水平相对较高。房地产业务方面，公司房

地产业务毛利率有所下降，2012~2014 年分别为 42.11%、33.66%和 33.66%，主要原因为：

①公司所售地产产品的类型进行了调整，毛利率高于普通住宅的停车场、商铺占比较上年有所降低；②公司所售地产产品的成本有所提高，主要体现为购置土地及相关开发成本上升。整体看，近三年公司综合毛利率分别为 12.19%、11.87%和 12.58%，基本保持稳定。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1937.67 亿元，较上年同期增长 18.19%，实现利润总额 98.24 亿元，综合毛利率为 11.25%。

表2 公司主营业务收入及毛利率构成表（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入额	占比	毛利率	收入额	占比	毛利率	收入额	占比	毛利率
房建业务	4275.74	74.64	7.76	4921.94	71.76	7.59	5548.95	69.36	7.51
基建业务	792.71	13.84	10.82	981.00	14.30	10.35	1189.07	13.68	11.30
房地产业务	597.85	10.44	42.11	887.28	12.94	33.66	1243.64	14.31	33.66
设计勘察	62.38	1.08	23.95	68.62	1.00	22.49	71.15	0.82	20.49
合 计	5728.68	100.00	--	6858.84	100.00	--	8693.2	100.00	--
营业收入	5715.16	--	12.19	6810.48	--	11.87	8000.29	--	12.58

资料来源：2012~2014 年公司年报及公司提供

注：上表中营业收入数值来源于利润表，包括了其他业务、未分配项目以及抵销分部间交易，故与合计数有差异。

2. 房建业务

房建业务是公司的核心业务，也是营业收入最主要的来源。公司通过本部及下属工程局、中国建筑 HK、中建装饰集团等子公司在境内外承揽工业与民用建筑等房屋建设业务，以及公共建筑工程的装饰设计与施工、风景园林设计与施工等相关业务。

近年来公司按照产业链一体化的经营方针，积极引导各经营主体实施“区域化”策略，大力发展技术含量高、盈利能力强、规模效应明显的产业，带动公司营业收入大幅提升。2012~2014 年，公司房建业务年均复合增长 13.92%，呈较快增长态势。其中 2014 年，公司房建业务 5548.95 亿元，较上年增长 12.74%。

在项目管理和运作上，公司在国内处于领先地位，在国际上也具有较强的竞争实力。在项目承接上以大型、技术含量高项目为重点，

坚持“大市场、大业主、大项目”的市场策略，近年来承揽了上海环球金融中心、央视新台址、水立方等一批标志性建设的工程承包项目。2014 年，公司签订的主要房建项目包括河南省郑州市中牟绿博文化产业园安置小区建设项目、四川省成都市绿地东村 8 号地块超高层项目总承包工程、天津鲁能绿荫里项目总承包工程等。

表3 2014年公司签订的主要房建项目（单位：亿元）

项目名称	合同金额	签订日期	工期
河南省郑州市中牟绿博文化产业园安置小区建设项目	82.8	2014.8	1095 天
四川省成都市绿地东村 8 号地块超高层项目总承包工程	66.5	2014.6	1605 天
天津鲁能绿荫里项目总承包工程	54.3	2014.12	2014.8~2016.7
广东省广州万达文化旅游城住宅一期项目施工总承包	51.0	2014.12	2014.5~2017.8

辽宁省沈阳市宝能环球金融中心项目一阶段施工总承包	50.0	2014.3	2013.11~2016.8
合计	304.6	--	--

资料来源：公开市场资料

从市场范围看，公司项目主要分布在“环渤海”、“长三角”和“珠三角”三大经济区，同时西南地区业务领域也拓展迅速。随市场区域不断拓展，公司开始重新整合市场区域，目前已正式实施房建业务区域化方案，东北、西北和西南“区域总部”已着手组建，立足三大区域的“区域化”工作稳步推进。在市场不断扩大整合下，公司新签合同额快速增长，2012~2014年，房建业务新签合同分别为7987亿元、10338亿元和11614亿元，呈快速增长态势；2015年1-3月，公司新签合同2320亿元。

表4 公司房建业务新签合同情况（单位：亿元）

	2012年	2013年	2014年	2015年 1-3月
新签合同额	7987	10338	11614	2320

资料来源：公司年报、公开市场资料

从原材料采购看，房建业务以建筑用钢材、水泥等为原材料，价格波动较大，为有效控制建筑的原材料成本，公司下属主要子公司进行了内部集中采购，有效的降低了成本。

整体看，房建业务是公司收入主要来源，近年来公司房建业务持续稳步发展，业务收入快速增长，新签合同规模大，项目储备充足，为公司未来发展提供了坚实的基础。同时联合资信也关注到近期国内外宏观经济持续放缓，以及持续的房地产调控使得公司未来发展环境不确定增大等对公司业务可能产生一定影响。

3. 基建业务

基建业务是公司近期着重发展的一个业务领域，主要包括对基础设施项目投资、总承包管理、施工服务及运营等。公司通过基础设施业务，力争在融投资建造方面形成核心能力，成为具有专业背景的基础设施投资发展商。公司及下属八个工程局、中建基公司、中国通达

建设有限公司、中国建筑 HK、中建国际、中建铁路建设有限公司等在境内外承揽基础设施建设业务。同时中国海外、中建基公司也在境内外投资参与基础设施项目的运营。2012~2014年，公司基建业务收入分别为792.71亿元、981.00亿元和1189.07亿元，呈持续增长态势。

公司基建业务主要采取BT和BOT模式，该模式集建设与投资运营于一体，项目毛利率高于一般房建业务。公司基建项目类型包括公路、桥梁与隧道、铁路与城市轨道交通、环保、港口码头、能源项目（核电、火电、水电、风电）、市政公用工程、水利等。截至2014年底，公司在施基础设施及房建工程投资项目共计119个，计划投资总额约1873亿元，已完成投资1269亿元，累计收回回购款474亿元。

从市场范围看，目前公司在国内已与北京、河北、河南、福建等几十个城市和地区建立了基础设施投资建设长期战略合作关系；在海外，公司市场范围遍布北美、中美、港澳、东南亚、北非、中西非、中东、中亚等区域的几十个国家地区。随公司基建业务逐步发展，市场范围不断拓展，公司基建业务新签合同保持快速增长；从签订项目情况看，近三年，公司基建业务新签合同额分别为1520亿元、2323亿元和2478亿元；其中，2014年，公司签订合同金额上百亿的主要基建项目为江苏省徐州市城市轨道交通1号线一期工程、广西南宁市轨道交通2号线工程，上述两个项目合同金额分别为162.8亿元和155.5亿元，工期由2014年分别至2019年及2017年。

整体看，近年来公司基建业务发展较快，项目储备充足。同时联合资信也注意到目前国家基础设施投资增速放缓，部分地方政府财政支出压力不断增加，公司基建业务板块收入持续增长及项目回款未来存在一定压力。

4. 国际承包

公司自1978年开始国际工程承包业务，是中国最早开拓国际市场的工程承包企业。该部

分业务收入公司按照项目类型分别归入房建及基建板块。

公司国际工程承包项目分部在以香港、澳门、新加坡、越南为中心的东南亚市场，以阿尔及利亚为中心的北部非洲市场，以赤道几内亚、刚果（布）为中心的中部非洲市场，以博茨瓦纳、南非为中心的南部非洲市场，以俄罗斯、哈萨克斯坦为中心的中亚市场，已形成了五个稳定产出区。2014 年，公司境外新签合同额合计 787 亿元人民币，同比增长 13.1%。

为应对各种国际不确定性风险，公司一方面调整产品结构，依靠海外启动基础设施建设机遇，加大基础设施工程比重，逐渐优化以房屋建筑为主的经营结构。另一方面在通过项目报价时预提风险准备和使用项目所在国货币进行原材料和劳务的采购等方式控制汇率风险。同时，联合资信同时也注意到，公司下属子公司中国建筑国际集团有限公司（以下简称“中建国际”）于 2012 年完成对远东环球集团有限公司（以下简称“远东环球”）要约收购。远东环球工程业务拥有较高国际化程度，公司将借助于该工程可加速其“国际化”战略进程，有利于分散海外经营风险。2014 年公司国际业务实现收入 516 亿元，同比增长 33.33%，占公司营业收入比重为 6.4%，较上年上升 0.7 个百分点。

根据公司“十二五”规划，“十二五”期末公司计划境外收入占总收入的比例将达到 20%，预计未来仍有通过收购加速完成其国家业务扩张的规划。总体看，在多年的国际业务经营积淀下，公司国际承包业务已形成了成熟的国际合作业务模式、项目运作模式和盈利模式。未来随公司不断拓展潜在市场，能够较有效的分散海外经营风险。

5. 地产业务

房地产开发经营是公司的主要业务之一，也是公司利润最主要的来源之一。公司房地产业务主要由公司下属子公司中海地产和中建地

产负责运营。

近年来虽房地产行业受到政府的持续调控，但公司凭借优质品牌、规模优势等，实施细分市场、差别销售等策略，带动公司房地产收入持续增长，2012~2014 年，分别为 597.85 亿元、887.28 亿元和 1243.64 亿元；其中，2014 年，公司加强销售、加快资产周转速度，实现收入 1243.64 亿元，较上年增长 40.2%，完成销售面积 1036 万平方米。

截至 2014 年底，公司在施房地产开发项目 261 个，计划投资总额 7071 亿元。截至 2014 年，公司房地产开发业务累计（自项目开拓以来）实现销售回款 4225 亿元。

土地储备方面，2014 年公司新增土地储备约 1276 万平方米；截至 2014 年底，公司拥有土地储备 6800 万平方米。

综合看，短期房地产行业受政策及供求变化影响波动较大；但公司凭借自身品牌优势、项目储备以及资金优势，将有利于公司应对当前较为复杂的市场形势。

6. 设计勘察

公司设计勘察业务主要由下属 7 家具有甲级设计资质的大型设计研究院承担，是中国最大的建筑设计、城市规划、工程勘察、市政公用工程设计的综合企业集团之一。2014 年列 ENR150 家全球顶尖设计公司第 47 位。

公司在大型公共建筑设计方面具有优势，特别是在新唐风建筑、藏式建筑、体育建筑、高档酒店建筑、机场建筑、医疗建筑、高档住宅区建筑、大跨及复杂空间钢结构、木结构、高层配筋砌体结构及结构抗震等方面具有国内先进水平，在工程测量数字化成图技术及航空港综合测量技术、地质灾害勘察、评价及治理技术、高浊度水净化处理技术及城镇燃气输配工程技术等方面具有独到之处。

公司在国内外完成了一系列具有影响力的工程咨询、勘察和设计项目，包括国家游泳中心（“水立方”）、陕西博物馆、成都广汉三星堆

博物馆、陕西黄帝陵、越南胡志明市时代广场、赤道几内亚吉博劳行政新城设计咨询项目等，在机场、酒店、体育场馆、博物馆、古建筑等设计领域居于国内领先地位。

近年来公司设计勘察业务新签合同额快速增长，2014 年，公司设计勘察业务新签合同额 98 亿元，较上年增长 12.64%；公司实现营业收入 71.15 亿元，同比增长 3.69%。

7. 未来发展

近年来，公司全力推进资本运营和生产经营双轮驱动战略，以建筑、房地产两大主营业务为核心，充分发挥“房建工程、基础设施、勘察设计、投资开发”四位一体优势，围绕国家城镇化发展战略，加快商业模式创新，投资规模持续增长，初步形成房地产开发、融投资建造、城市综合建设、固定资产及其他等投资板块。

未来公司仍将围绕其发展战略实施相应的投资计划，2015 年计划投资房地产开发项目 580 亿元、基础设施项目 220 亿元、房建工程项目 90 亿元和城市综合开发 150 亿元。

整体看，公司战略清晰，各业务板块协调发展，未来随公司发展战略的逐步实施，公司营业收入及效益水平有望进一步提升，同时公司未来投资支出规模较大，存在一定对外融资需求。

8. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数波动下降，分别为 7.30 次、7.26 次和 7.17 次；存货周转次数持续下降，分别为 2.48 次、2.08 次和 2.09 次；2012~2014 年，公司总资产周转次数分别为 0.99 次、0.95 次和 0.94 次。

总体看，公司经营效率较好。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年合并财务报表已

经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见审计报告。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

公司近三年纳入合并报表范围有所变动，2012 年新增子公司 2 家，2013 年新增子公司 4 家；截至 2014 年底，公司重要子公司 28 家，下属子公司众多，近三年合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 9191.06 亿元，所有者权益合计 1969.13 亿元（其中少数股东权益 578.94 亿元）。2014 年公司实现营业收入 8000.29 亿元，利润总额 437.80 亿元。

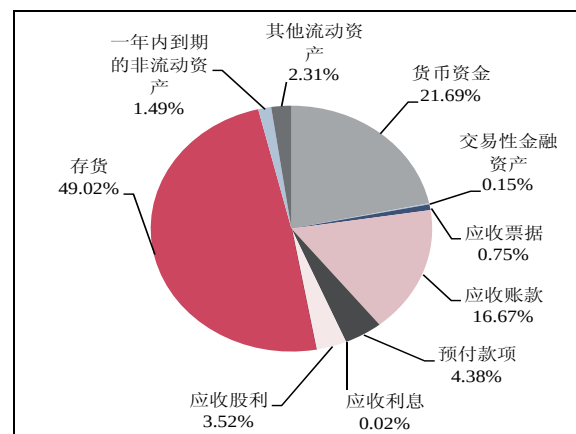
截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 9359.77 亿元，所有者权益合计 2188.66 亿元（其中少数股东权益 596.85 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1937.67 亿元，利润总额 98.24 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司应收账款和存货较快增长，带动公司资产总额实现较快增长；截至 2014 年底公司资产总额为 9191.06 亿元，其中流动资产占 78.05%、非流动资产占 21.95%。公司资产以流动资产为主，符合建筑行业特点。

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 17.23%，增速略低于资产总额年均增速。截至 2014 年底，公司流动资产合计 7173.77 亿元，主要以货币资金（占 21.69%）、应收账款（占 16.67%）及存货（占 49.02%）为主。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金年均复合增长 14.58%，系银行存款和其他货币资金增加所致。截至 2014 年底，公司货币资金 1540.69 亿元，主要是银行存款（占 97.22%），另有部分其他货币资金（主要系银行承兑汇票保证金存款及保函保证金存款等）及现金。截至 2014 年底，公司受限资金 86.93 亿元，主要为央行准备金和银行承兑汇票保证金存款等。

公司应收账款主要为应收工程款；2012~2014 年公司业务规模扩张，营业收入的上涨带来应收账款规模上涨，年均复合增长 20.79%，略高于同期营业收入增速（18.31%）。截至 2014 年底，公司应收账款 1184.30 亿元；其中账龄在 1 年以内的占 80.56%、1~2 年的占 12.38%，整体而言账龄较短；按欠款方归集的余额前五名的应收账款总额占应收账款的 1.16%，集中度低；公司计提应收账款坏账准备 80.41 亿元，计提比例 6.36%，坏账准备计提比例合理。

2012~2014 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合变动率为-0.66%。截至 2014 年底为 311.29 亿元，主要为对原材料供应商和分包商的预付款；其中账龄超过 1 年的预付款项为 21.76 亿元，主要为预付分包商工程分包款，由于工程尚未完工，该款项尚未结清。

近三年，随着公司业务逐步扩张，以房地产开发为主的存货增速较快，年均复合增长 17.01%。截至 2014 年底，公司存货 3482.73 亿元，占当期流动资产的 48.55%，是公司资产的重要组成部分；其中房地产开发成本占 56.92%，另有部分已完工未结算、房地产开发产品及原材料等；当期公司依据成本与可变现净值孰低原则计提跌价准备 6.03 亿元。

公司一年内到期的非流动资产主要为工程质量保证金、应收 BT 项目款等；2012~2014 年，公司一年内到期的非流动资产年均复合增长 45.33%，2014 年为 174.99 亿元。公司其他流动资产主要为理财产品、预缴税金及委托贷款等，截至 2014 年底为 70.48 亿元，其中银行

理财产品 1.85 亿元、预缴税金 51.96 亿元、委托贷款 4.80 亿元，其他 11.87 亿元。

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 24.71%，主要是投资性房地产大幅增长带动所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 2017.30 亿元，以长期应收款、长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主。

公司长期应收款主要为应收 BT 项目款，2012~2014 年，其金额随着公司该部分业务拓展不断大幅增加，年均复合增长 33.50%；截至 2014 年底，公司长期应收款 1000.69 亿元，占非流动资产的 49.16%，其中应收 BT 项目款 554.33 亿元、工程质量保证金 388.14 亿元、基建项目款 192.30 亿元。

2012~2014 年，公司长期股权投资年均复合增长 0.62%；截至 2014 年底，公司长期股权投资 233.11 亿元，占非流动资产的 11.45%，主要为对中国海外宏洋集团有限公司（36.86 亿元）、郎光国际有限公司（24.82 亿元）、安徽国元信托有限责任公司（19.52 亿元）等公司的投资；公司长期股权投资单位众多，主要涉及建筑、房地产、金融等行业。

2012~2014 年，公司固定资产年均复合增长 16.49%。截至 2014 年底，公司固定资产 228.84 亿元，主要为公司房屋建筑物、机器设备和办公设备。

截至 2014 年底，公司投资性房地产 252.68 亿元，其中土地使用权为 58.12 亿元，其余为房屋及建筑物；无形资产 92.39 亿元，主要为特许经营权及土地使用权。

截至 2015 年底 3 月底，公司资产总额 9359.77 亿元，较上年底增长 1.84%，主要系应收账款及长期应收款增加所致；其中，公司应收账款 1213.12 亿元，主要由于公司房建和基建业务经营规模扩大，承接较多新项目，大部分项目进入施工阶段并结算所致。截至 2015 年 3 月底，公司流动资产占总资产比重为 76.91%，继续占据主导地位。

总体看，随房建、基建及房地产业务规模

快速增长，公司资产总额大幅增长。公司资产以流动资产为主，但存货规模较大，资产流动性一般。公司货币资金较为充裕，但资产中应收账款、存货及长期应收款占比较大，对公司资金周转造成一定压力。考虑到公司销售债权周转率和存货周转率等经营效率指标好，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益合计年均复合增长 18.79%，主要系未分配利润增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益 1969.13 亿元，归属于母公司所有者权益 1390.19 亿元，其中实收资本 300.00 亿元、其他权益工具 19.97 亿元（公司于 2014 年 9 月 4 日发行的可于 2019 年及以后期间赎回的 2014 年度第二期中期票据，发行总额为人民币 20.00 亿元），资本公积 286.80 亿元、盈余公积 21.69 亿元、未分配利润 737.53 亿元。截至 2014 年底，公司未分配利润占所有者权益的比重为 37.45%。总体看，公司所有者权益构成稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 7221.93 亿元，年均复合增长 18.75%；其中，流动负债占 75.41%，非流动负债占 24.59%。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 18.83%，主要是应付账款及预收款项增长带动所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 5446.39 亿元，以应付账款及预收款项为主。截至 2014 年底，公司应付账款 2684.32 亿元，主要为应付工程款、购货款，2014 年公司经营规模扩张，应付账款同比增长 24.88%；公司预收款项 1063.45 亿元，为预收售楼款及工程款；公司其他应付款 341.29 亿元，主要是应付保证金及项目融资款；公司其他流动负债 29.85 亿元，其中包括公司及其下属子公司发行的六期合计 26.65 亿元短期融资券；公司一年内到期的非流动负债 486.49 亿元，主要为一年内到期

的长期借款等。

非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债年均复合增长 18.52%，主要是应付债券增加带动所致。截至 2014 年底，公司非流动负债 1775.54 亿元，主要为长期借款及应付债券。截至 2014 年底，公司长期借款 761.25 亿元，以信用借款、质押借款及保证借款为主，同比减少 2.00%；公司应付债券 800.65 亿元，其中包括中期票据（268.62 亿元）、保证票据（313.23 亿元）、担保票据（91.00 亿元）、非公开定向债务融资工具（87.77 亿元）、私募债（6.09 亿元）、中期定向发行票据（29.96 亿元）和公司债券（3.98 亿元）；公司长期应付款 117.08 亿元，以应付工程质量保修金、应付职工退休福利费为主。

2012~2014 年，公司全部债务年均增长 16.19%，呈快速增长态势。截至 2014 年底，公司全部债务为 2417.51 亿元；从债务结构看，公司短期债务占 35.39%，长期债务占 64.61%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，近年来公司债务总额增速快，带动公司各项债务指标呈上升趋势；截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 78.58%、55.11%、44.23%，较 2013 年略有下降；公司负债水平高、债务负担较重，符合行业特征。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 2188.66 亿元，较上年底增长 11.15%，主要由其他权益工具（为公司发行的 150 亿元优先股）增长带动引起。公司负债总额合计 7171.11 亿元，较上年底下降 0.70%；其中流动负债占 73.20%，仍占据主导地位。公司流动负债中，短期借款、应付账款、预收款项和其他流动负债均较上年底有所增加；非流动负债中，长期借款规模均有所扩张。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 2591.75 亿元，其中短期债务占 34.41%，长期债务占 65.59%；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 76.62%、54.22%和 43.72%，较上年底变

化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；负债以流动负债为主，负债水平高，债务负担较重，符合行业特点。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司以房建业务为主的营业务扩张，营业收入年均增长18.31%；2014年公司实现营业收入8000.29亿元，主要为房建业务、基建业务和地产业务收入。2012~2014年，公司营业成本年均增长18.05%，增速略低于营业收入；2014年公司营业成本6993.64亿元。2012~2014年，公司营业利润率变动不大，分别为8.33%、8.24%和8.72%。

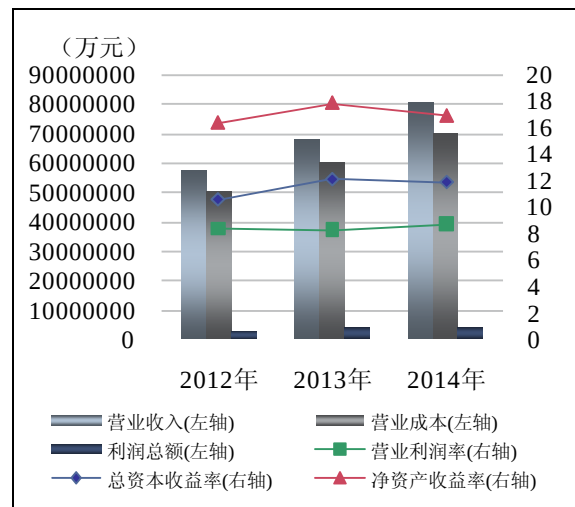
从期间费用看，公司管理费用占比大，财务费用随融资规模增加而大幅增长，销售费用规模较小。2014年，公司期间费用占营业收入的3.14%，占比小。公司对期间费用控制能力较好。

2012~2014年，公司投资收益分别为29.96亿元、53.74亿元和23.21亿元；公司投资收益主要为长期股权投资收益，另有少量交易性金融资产、可供出售金融资产持有、交易取得的收益。

2012~2014年，公司营业外收入分别为9.51亿元、8.75亿元和12.72亿元，包括政府补助、非流动资产处置利得等。2012~2014年，政府补助分别为2.95亿元、2.97亿元和3.98亿元，主要为收到的税收返还，企业扶持基金及科研课题经费等。

2012~2014年，公司利润总额、净利润分别年均增长19.87%和20.69%，2014年分别实现利润总额437.80亿元、净利润331.77亿元。近三年，公司总资本收益率及净资产收益率平均值分别为11.71%和17.04%；2014年分别为11.92%和16.85%。

图4 2012~2014年公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

2015年1~3月，公司实现营业收入1937.67亿元，占上年全年的24.22%；同期营业成本1719.68亿元，占上年全年的24.59%；公司营业利润率为7.86%，较2014年小幅下降。2015年1~3月，公司实现利润总额98.24亿元、净利润75.10亿元，分别占上年全年的22.67%和22.64%。

总体看，公司收入规模大且稳定增长；公司主业突出，行业领先的房建业务及盈利能力较高的房地产业务和基建业务持续增长推动公司整体盈利能力处于行业较好水平。未来随公司发展战略逐步实施，各业务板块协同发展，公司业务和收入规模有望继续保持增长态势。

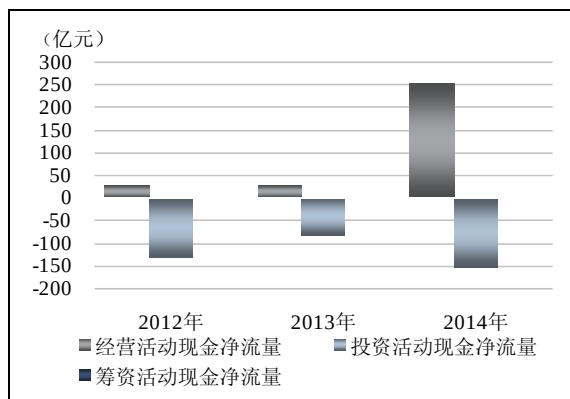
5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年公司经营活动现金流入量持续快速增长，年均增长15.96%，低于营业收入同期增速，以销售商品提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，辅以职工薪酬、税费等。公司收到其他与经营活动有关的现金、支付其他与经营活动有关的现金主要是收到、支付保证金及押金等。2012~2014年公司经营活动产生的现金流量净额为23.93亿元、26.19亿元和249.06亿元，经营活动获

现能力大幅提升。2012~2014 年，公司现金收入比持续上升，三年平均值为 99.16%，2014 年为 95.77%，获现能力一般。

从投资活动来看，公司投资活动现金以流出为主。2012~2014 年，公司投资活动现金流出分别为 246.67 亿元、372.78 亿元和 371.43 亿元，主要是购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金、及投资支付的现金；公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金。公司收到及支付其他与投资活动有关的现金主要是收回、发放委托贷款及关联方拆借款。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-132.30 亿元、-83.70 亿元和-154.67 亿元。

图 5 公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

从筹资活动来看，以筹资活动现金流入为主，主要是取得借款、发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务及支付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 355.51 亿元、110.74 亿元和 181.95 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 2193.93 亿元，占上年的 28.28%。同期，公司现金收入比为 108.39%，获现能力有所提升。公司经营活动现金流量净额为-495.58 亿元，主要是相关经营支出较大所致。投资活动现金流量净额仍以净流出为主，为-53.33 亿元；筹资活动现金流量净额为 250.00 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较

大且持续增长，公司对外投资规模较大，对外部筹资依赖程度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014 年，公司流动负债增速较快，受此影响，公司流动比率及速动比率呈逐年下降和波动下降趋势，2014 年分别为 131.72% 和 67.77%，截至 2015 年 3 月底，上述指标分别为 137.19% 和 64.91%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比呈现波动，近三年平均值为 2.58%，2014 年为 4.57%。2012~2014 年，公司现金类资产分别为 1255.53 亿元、1343.94 亿元和 1538.11 亿元，呈持续增长态势，截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产 1300.35 亿元，整体规模仍较大。总体看，公司短期偿债能力指标均偏弱，但是考虑到公司现金类资产和经营活动现金流入规模大，且呈增长态势，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 持续增加，三年分别为 392.80 亿元、499.35 亿元和 561.69 亿元；同期全部债务/EBITDA 近三年波动下降，分别为 4.56 倍、4.10 倍和 4.30 倍；公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，2014 年为 2.94 倍。公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司对外担保 155.93 亿元，占当期净资产的 7.92%。其中，公司为商品房承购人按揭担保 142.57 亿元，承购人以其所购商品房作为抵押物，2014 年承购人未发生违约；其余 13.37 亿元为银行贷款、承兑汇票及保函担保。联合资信认为，公司对外担保金额不大，且大部分担保均有抵押物，或有风险较小。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2014 年底，公司获得银行综合授信额度约 6786 亿元，其中未使用额度约为 4186 亿元。公司间接融资渠道通畅。同时，公司为上交所上市企业，直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务

融资工具的历史记录，截至2015年3月底，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是国内大型知名央企，品牌影响力大，市场占有率高，主营业务经营情况良好，各业务板块协同效应良好，项目储备充足。基于以上分析，公司整体抗风险能力极强。

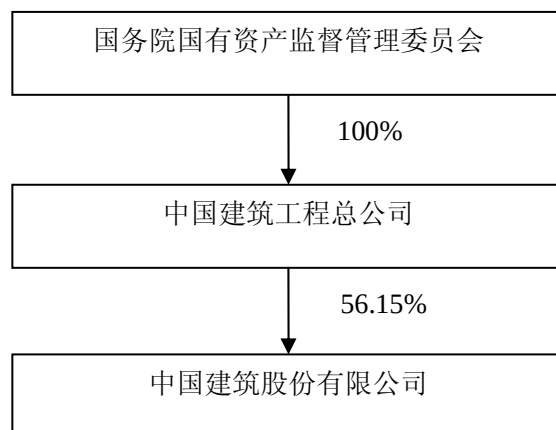
八、结论

房产建筑业在国民经济中占有重要地位。基于公司所处行业与宏观经济和投资增速的相关性高，虽近期受宏观经济放缓影响，建筑行业增速有所放缓，但从长期看，随着中国城市化进程的加快，公司面临较好的发展机遇。

公司是跨地产行业与建筑行业的大型央企，在行业地位及品牌、股东支持、专业资质、科技研发等方面的优势。公司主营业务经营情况良好，各业务板块协同效应显著，储备项目充足及新签合同量增长速度较快，资产规模及营业收入快速增长。

整体而言，公司主体信用风险极低。

附件 1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1255.53	1343.94	1538.11	1300.35
资产总额(亿元)	6516.94	7838.21	9191.06	9359.77
所有者权益(亿元)	1395.54	1645.64	1969.13	2188.66
短期债务(亿元)	653.42	646.36	855.62	891.73
长期债务(亿元)	1137.35	1398.73	1561.89	1700.02
全部债务(亿元)	1790.77	2045.08	2417.51	2591.75
营业收入(亿元)	5715.16	6810.48	8000.29	1937.67
利润总额(亿元)	301.61	387.99	437.80	98.24
EBITDA(亿元)	392.80	499.35	561.69	--
经营性净现金流(亿元)	23.93	26.19	249.06	-495.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.30	7.26	7.17	--
存货周转次数(次)	2.48	2.08	2.09	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.95	0.94	--
现金收入比(%)	99.53	104.58	95.77	108.39
营业利润率(%)	8.33	8.24	8.72	7.86
总资本收益率(%)	10.58	12.13	11.92	--
净资产收益率(%)	16.32	17.83	16.85	--
长期债务资本化比率(%)	44.90	45.94	44.23	43.72
全部债务资本化比率(%)	56.20	55.41	55.11	54.22
资产负债率(%)	78.59	79.00	78.58	76.62
流动比率(%)	135.32	132.04	131.72	137.19
速动比率(%)	69.37	63.00	67.77	64.91
经营现金流动负债比(%)	0.62	0.56	4.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	3.24	2.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.56	4.10	4.30	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；2.公司其他流动负债科目中的短期融资券已计入短期债务和全部债务中。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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	
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%

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+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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