

信用评级公告

联合〔2021〕 4600 号

联合资信评估股份有限公司通过对中化岩土集团股份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，确定维持中化岩土集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“岩土转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月十八日

中化岩土集团股份有限公司 可转换公司债券 2021 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
中化岩土集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
岩土转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
岩土转债	6.04 亿元	6.03 亿元	2024/03/15

注：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

跟踪评级时间：2021 年 6 月 18 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
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

评级观点

中化岩土集团股份有限公司（以下简称“公司”）是国内领先的岩土工程和地下空间综合服务提供商，由成都兴城投资集团有限公司（以下简称“成都兴城”）控股。跟踪期内，公司股东成都兴城在融资担保等方面持续提供支持，公司持续保持在岩土工程行业的领先地位。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收账款、合同资产等对资金占用较大，坏账损失等对利润侵蚀较大，债务负担上升较快等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来公司将继续专注工程主业，在地基工程、机场场道、市政项目等领域加强拓展，公司经营状况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“岩土转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东实力强且支持有力。**公司股东成都兴城是成都市重要的片区开发和基础设施投资建设平台，可在业务协同及融资背书等方面为公司提供支持；跟踪期内，公司持续获得股东融资担保支持。
2. **公司资质较为齐全，跟踪期内在岩土工程领域保持领先地位。**公司具备地基基础工程、机场场道工程专业承包一级，市政公用工程施工总承包一级，工程勘察专业类（岩土工程）甲级和监理化工石油工程专业甲级资质，资质较为齐全，可提供岩土工程领域的全方位服务；跟踪期内，公司在地基工程领域仍保持领先地位。

关注

1. **公司资产中应收账款及合同资产对资金占**

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评价结果	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	C	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	4	
			企业管理	2	
			经营分析	3	
财务风险	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	4	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				3	

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：

唐立倩（登记编号：R0150220120006）

高志杰（登记编号：R0150220120076）

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

用较大。跟踪期内，公司应收账款随业务扩张而进一步增长，截至 2020 年底，公司应收账款 43.64 亿元、合同资产 20.41 亿元，合计占公司资产的 60.40%，对资金形成较大占用，未来回款情况值得关注。

2. 跟踪期内，公司计提减值规模较大，对利润形成较大侵蚀。2020 年，公司计提的信用减值损失和资产减值损失分别为 2.35 亿元和 0.33 亿元，主要为应收账款坏账损失和商誉减值损失，对利润形成较大侵蚀。
3. 跟踪期内，公司债务负担有所上升。截至 2020 年底，公司全部债务增加至 34.75 亿元，全部债务资本化比率较上年底增长 5.52 个百分点至 45.87%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.86	11.04	14.60	10.87
资产总额(亿元)	85.01	90.08	106.04	101.85
所有者权益(亿元)	38.86	41.47	41.00	41.47
短期债务(亿元)	18.10	21.29	21.36	22.26
长期债务(亿元)	7.01	6.77	13.39	13.46
全部债务(亿元)	25.11	28.06	34.75	35.72
营业收入(亿元)	35.64	41.00	56.63	10.61
利润总额(亿元)	2.60	2.90	1.99	0.48
EBITDA(亿元)	6.14	6.31	5.79	--
经营性净现金流(亿元)	1.15	1.48	-2.08	-4.02
营业利润率(%)	22.15	20.42	17.92	15.66
净资产收益率(%)	5.69	5.96	4.13	--
资产负债率(%)	54.29	53.96	61.33	59.28
全部债务资本化比率(%)	39.25	40.35	45.87	46.27
流动比率(%)	146.62	151.97	160.95	169.16
经营现金流动负债比(%)	2.94	3.54	-4.03	--
现金短期债务比(倍)	0.60	0.52	0.68	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	5.01	4.59	3.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.45	6.00	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	44.74	45.33	52.48	51.61
所有者权益(亿元)	31.40	31.58	31.77	31.91
全部债务(亿元)	8.14	9.51	16.29	16.07
营业收入(亿元)	5.18	4.39	4.81	0.72
利润总额(亿元)	0.14	0.56	0.45	0.12
资产负债率(%)	29.80	30.33	39.46	38.17
全部债务资本化比率(%)	20.58	23.14	33.90	33.49
流动比率(%)	264.08	234.13	375.11	430.78
经营现金流动负债比(%)	-1.84	24.47	1.32	--
现金短期债务比(倍)	1.40	0.80	1.41	1.02

注：公司 2021 年 1-3 月财务报表未经审计；本报告合并口径已将公司长期应付款中带息部分纳入长期债务核算

跟踪评级历史：

债项名称	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
岩土转债	AA	AA	稳定	2020/06/15	袁琳 郭雄飞	建筑与工程企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
岩土转债	AA	AA	稳定	2017/08/02	杨世龙 张雪	工商企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	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

声 明

一、本报告引用的资料主要由中化岩土集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：

唐倩 高志敏

联合资信评估股份有限公司

中化岩土集团股份有限公司 可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于中化岩土集团股份有限公司(以下简称“公司”或“中化岩土”)及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中化岩土前身为 2001 年 12 月由中国化学工程总公司、中国化学工程重型机械化公司、上海劲泰基础工程有限公司和亿达集团大连建筑工程有限公司共同发起设立的中化岩土工程有限公司。后经多次股权转让,公司股东变更为吴延炜、梁富华、王亚凌等 9 名自然人,并于 2009 年整体变更为股份有限公司,注册资本 5000 万元。公司于 2011 年在深圳证券交易所上市(证券代码:002542.SZ),为国内岩土工程行业首家上市公司,注册资本增至 6680 万元。此后,历经数次增资扩股,截至 2017 年底,公司注册资本增至 181100 万元。公司于 2018 年发行 60366 万元可转债,此后总股本随可转债转股及回购注销限制性股票数量而有所波动。2018 年 11 月和 2019 年 1 月,公司原股东吴延炜、梁富华、宋伟民等与成都兴城投资集团有限公司(以下简称“成都兴城”)签署《股份转让协议》,将持有的部分公司股份转让给成都兴城,上述协议转让于 2019 年 3 月完成过户,转让后成都兴城持有公司 29.19%的股份,成为公司控股股东,公司实际控制人变更为成都市国有资产监督管理委员会(以下简称“成都市国资委”)。跟踪期内,公司股东吴延炜等因个人资金需求而有所减持,截至 2021 年 3 月底,公司注册资本 180554.44 万元,实

收资本随可转债转股增至 180557.78 万元,成都兴城、吴延炜分别持有公司 29.28%和 14.82%¹的股份,公司实际控制人仍为成都市国资委。股权质押方面,成都兴城以所持公司股份的 42.86%质押融资,占公司总股本的 12.55%。

跟踪期内,公司职能定位和营业范围未发生变化。公司组织架构进行调整,截至 2021 年 3 月底,公司本部下设 10 个职能部门,包括综合管理部、计划财务部、人力资源部、运营管理部、风险控制部、质量安全部、地基基础所、工程机械所、审计部和证券事务部;纳入合并范围子公司 16 家,在职员工 2056 人。

截至 2020 年底,公司合并资产总额 106.04 亿元,所有者权益 41.00 亿元(含少数股东权益 0.25 亿元);2020 年,公司实现营业收入 56.63 亿元,利润总额 1.99 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司合并资产总额 101.85 亿元,所有者权益 41.47 亿元(含少数股东权益 0.24 亿元);2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 10.61 亿元,利润总额 0.48 亿元。

公司注册地址:北京市大兴区科苑路 13 号院 1 号楼;法定代表人:邓明长。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 3 月 15 日发行“岩土转债”发行规模 60366.00 万元,期限 6 年,并于 2018 年 4 月 25 日上市。“岩土转债”票面利率为累进利率,第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。

2018—2020 年,“岩土转债”因转股减少张数(转股数量)分别为 2307 张(28670 股)、1571 张(19514 股)和 2203 张(27515 股),

¹ 截至 2020 年 3 月底,吴延炜先生持有公司 17.76%的股份,2021 年 3 月底持股 14.82%;根据公司发布的公告,2021 年 4

月,吴延炜先生继续减持 3500 万股,占公司总股本的 1.94%。

2021 年第一季度减少张数 222 张、转股数量 2776 股。截至 2021 年 3 月底，“岩土转债”剩余未转股余额为 6030297 张，对应债券余额 60302.97 万元。跟踪期内，公司实施了 2019 年度权益分派，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.2 元（含税），公司将“岩土转债”转股价格由 8.01 元/股相应调整为 7.99 元/股。

按照募集资金用途的规定，本次债券募集资金扣除发行费用后将用于香港机场第三跑道地基处理工程设备购置项目（以下简称“香港机场设备购置项目”，总投资 49100.00 万元，拟使用募集资金 49100.00 万元）和浙江安吉通用航空机场配套产业项目（以下简称“安吉通用机场项目”，总投资 17500.00 万元，拟使用募集资金 11266.00 万元）。截至 2020 年底，募集资金累计已使用 40316.01 万元，其中 38390.74 万元用于香港机场设备购置项目、1925.27 万元用于安吉通用机场项目（建设进度 17.09%）。根据公司于 2021 年 4 月 20 日发布的公告，香港机场设备购置项目已达到结项条件，由于项目施工方案调整及汇率变动导致设备需求数量和购置费用减少，项目实际投入 38390.74 万元，剩余资金 10059.26 万元将用于补充流动资金。跟踪期内，公司已支付“岩土转债”相关利息。

表1 截至2021年3月底跟踪评级债券概况
(单位: 万元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
岩土转债	60366.00	60302.97	2018/03/15	6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇 失业率	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配 收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比

上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021年1—3月，全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消

费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

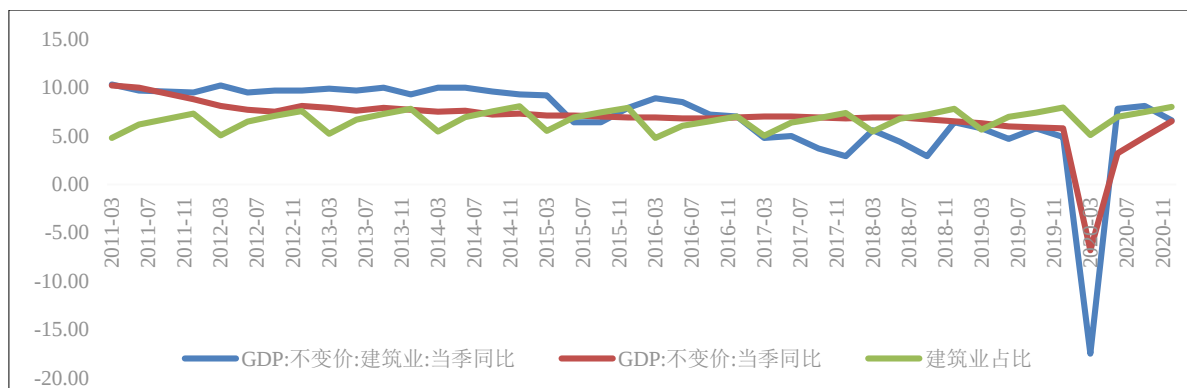
五、行业及区域经济环境

1. 建筑行业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。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，同时受2020年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为8.01%，比重较2019年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021年一季度，全国建筑业实现总产值47333亿元，同比增长31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较2020年一季度大幅增长31.90%，增速同比上升46.66个百分点。截至2021年3月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50亿元，累计同比增长12.05%，增速较上年同期上升7.29个百分点。总体来看，在2020年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

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

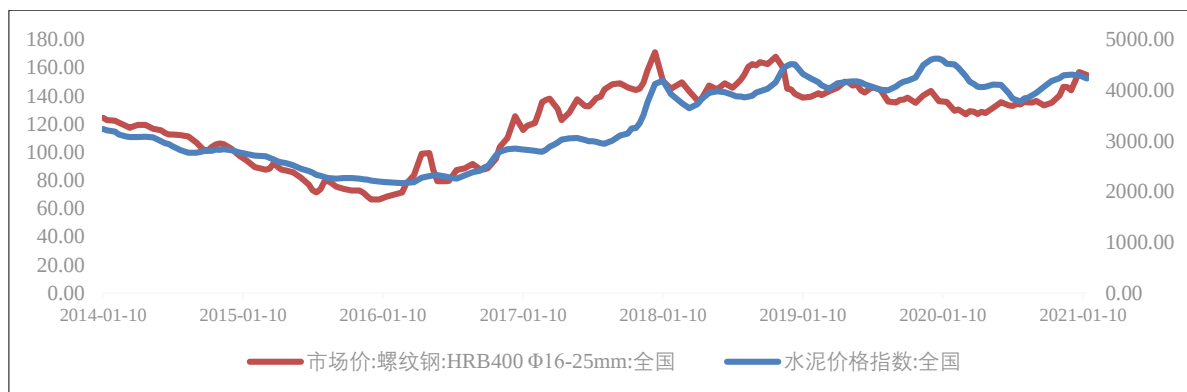
2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复工复产带动下需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5—10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11—12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影

响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

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

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

3. 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

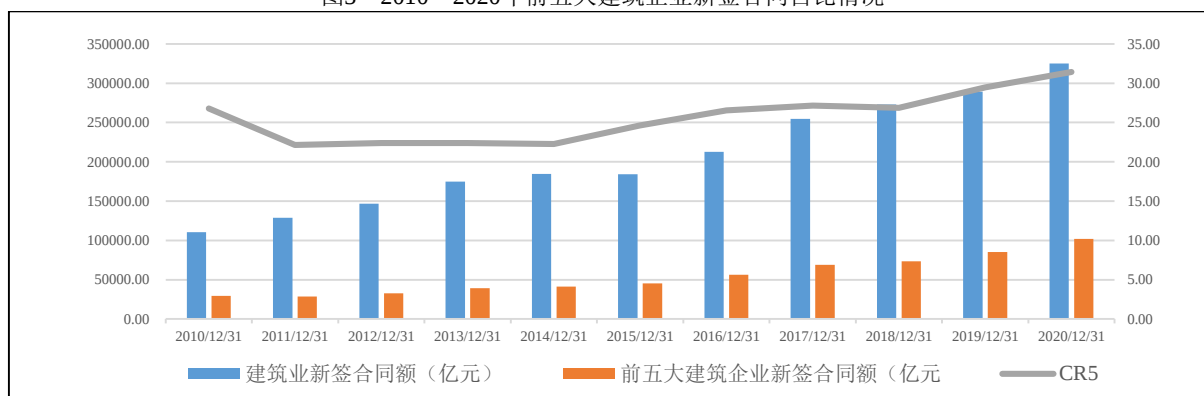
从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020

年的 31.41%，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—2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 建筑施工行业发展趋势

2020年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 180554.44 万元，实收资本随可转债转股增至 180557.78 万元，成都兴城和吴延炜分别持有公司 29.28%和 14.82%的股份，公司实际控制人仍为成都市国资委。

2. 企业规模和竞争优势

公司是国内首家上市的岩土工程行业公

司，地基工程为其传统核心优势领域，后通过一系列并购重组，公司由石油、石化地基工程领域逐步延伸到市政工程、机场场道工程、地铁等基础设施建设领域；公司相关资质较为齐全，在地基工程领域仍保持领先地位。

公司前身为中化旗下的专业化工程施工企业，业务主要系为石油石化建设项目、石油战略储备基地等提供设计咨询、工程施工等服务，在高能级强夯领域具备很强的竞争实力。2005 年，公司成功研制 18000kN.m 自动平衡式强夯机，填补了国内高能级强夯工程机械的空白；2011 年，公司在深交所成功上市，成为国内岩土工程行业内首家上市公司。2014 年以来，公司陆续重组上海强劲地基工程股份有限公司（以下简称“上海强劲”）、上海远方基础工程有限公司（以下简称“上海远方”）、北京场道市政工程集团有限公司（以下简称“北京场道”）和上海力行工程技术发展有限公司（以下简称“上海力行”）等公司，在地基工程、机场场道和市政工程领域进一步拓展。2019 年 3 月，成都兴城成为公司控股股东，公司在市政项目获取方面取得重大进展。

资质方面，截至目前，公司拥有市政公用

工程施工总承包一级、港口与航道工程施工总承包二级、铁路工程施工总承包三级等总承包资质，具备地基基础工程、机场场道工程、建筑机电安装工程等专业承包一级资质，同时拥有工程勘察专业类（岩土工程）甲级、工程设计建筑行业（建筑工程）甲级、旅游规划设计资质甲级等勘察设计和房屋建筑工程、化工石油工程监理专业甲级资质。公司相关资质较为齐全，可提供岩土工程勘察、设计咨询、施工、监测检测、工程监理等全方位服务，在地基工程领域仍保持领先地位。

3. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得股东在业务协同及融资担保等方面的支持；同时公司作为高新技术企业持续享受税收优惠政策。

公司控股股东成都兴城是成都市重要的片区开发和基础设施投资建设平台，主要负责成都市东部、南部新区起步区基础设施建设工作。成都兴城入股后，公司在市政基础设施获取方面取得重大拓展；2019年，公司通过公开招投标获得成都兴城作为业主的成都东西城市轴线成渝高速路辅道（以下简称“成都东西城市轴线项目”），该项目合同金额26.00亿元，为公司成立以来承接的体量最大的项目。跟踪期间，公司整体收入规模快速上升，主要系随着该项目施工推进陆续进行收入结算所致。

成都兴城入股后，亦为公司融资提供背书，公司开始获得进出口银行等政策性银行的授信；2020年9月，公司发行8亿元中期票据，由成都兴城提供担保。

公司及子公司上海强劲、上海远方、北方场道和上海力行均被认定为高新技术企业，执行15%的企业所得税税率。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司本部债务履约情况良好；联合资信未发现公司有不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110000710929148A），截至2021年5月20日，公司本部无已结清和未结清不良类及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至2021年6月17日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分管理人员发生调整，董事会、监事会进行换届，股东方成都兴城对公司的控制能力进一步加强；为提升公司管理水平，公司组织架构有所调整；此外，公司治理结构、管理制度等其他方面无重大变化。

跟踪期内，公司部分高级管理人员发生调整。公司原总经理吴延炜先生辞去公司总经理职务，但仍继续担任公司董事长；公司聘任邓明长先生为公司总经理；聘任陈强先生、柴俊虎先生为公司副总经理。

邓明长先生，中国国籍，1972年生，大专学历，高级工程师。2012年4月至2020年11月历任成都建工路桥建设有限公司（以下简称“成都建工路桥”）副经理、副总经理、总经理、董事长兼总经理；2014年1月至2020年5月任成都兴建项目建设管理有限责任公司董事、总经理；2020年11月至今任成都建工路桥董事长。成都建工路桥为成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”）全资子公司，成都建工由成都兴城持股73.41%，与公司存在关联关系。

陈强先生，中国国籍，1983年生，本科学历，高级经济师、工程师。2013年11月至2018年9月历任成都建筑工程集团总公司（成都建工前身）综合办公室副主任、综合办公室主任；2018年9月至2021年1月任成都建工综合办公室主任。

柴俊虎先生，中国国籍，1981年生，本科学历，高级工程师。2013年1月至2021年1

月任中化岩土总经理助理；2016年11月至今任中化岩土工程（大连）有限公司监事；2017年7月至今任北京场道常务副总经理；2019年2月至今任北京中岩兴物科技有限公司执行董事兼总经理；2020年3月至今任北京场道董事；2020年12月至今任中化岩土设计研究有限公司执行董事兼总经理；2021年1月至今任中化岩土安全总监。

跟踪期内，公司董事会、监事会任期届满进行换届，控股股东成都兴城所占董事会、监事会席位达三分之二，成都兴城对公司的控制能力进一步加强。

2021年2月，为进一步优化公司治理，提升公司管理水平，公司对组织架构进行调整。最新组织架构情况详见附件1-2。

公司治理结构、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受体量较大的成都东西城市轴线项目推进影响，公司收入规模快速增长；综合毛利率有所下降。

公司主营业务包括地基处理、机场工程、市政工程和设备租赁及销售。跟踪期内，受成都东西城市轴线项目推进影响，公司市政板块收入大幅增长119.11%至28.44亿元，市政在营业收入中的占比较上年提升18.55个百分点至50.22%，带动整体收入规模增至56.62亿元。地基处理为公司核心优势领域，2020年收入规模稳定增长至23.52亿元；机场工程亦为公司优势领域，但行业市场容量相对较小，2020年该板块确认收入1.23亿元，收入下滑主要系机场场道业务发包量受疫情影响下降所致；公司设备租赁及销售主要为对盾构机、顶管机的租售，2020年收入下降13.94%至2.16亿元，主要系施工需求受疫情影响有所减少所致。公司其他业务主要包括工程检测、勘察、城市规划设计、通用航空服务等，2020年合计实现收入1.27亿元，占营业收入的2.44%。

2020年，公司综合毛利率为18.14%，整体仍处于较高水平；毛利率同比下降2.67个百分点，主要系地基处理、设备租售等板块毛利率下降所致。

2021年一季度，公司营业收入10.61亿元，占上年全年的18.74%，主要受季节性因素影响，一季度完工及结算进度略缓所致；综合毛利率15.90%。

表3 2019-2020年及2021年1-3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021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
地基处理	22.52	54.93	21.92	23.52	41.54	17.63	4.05	38.18	12.74
机场工程	1.66	4.05	14.07	1.23	2.18	11.00	1.96	18.50	10.31
市政工程	12.98	31.67	17.61	28.44	50.22	18.11	4.07	38.40	21.71
设备租赁及销售	2.51	6.11	35.46	2.16	3.82	30.05	0.28	2.61	22.23
其他	1.33	3.24	14.23	1.27	2.44	14.81	0.25	2.31	9.32
合计	41.00	100.00	20.81	56.62	100.00	18.14	10.61	10.00	15.90

资料来源：公司提供

2. 经营分析

公司是国内领先的岩土工程和地下空间综合服务提供商，跟踪期内，受市政板块推进影响，公司收入规模快速增长，但回款情况一般；公司新签合同规模受疫情影响有所下降。

公司是国内领先的岩土工程和地下空间综合服务提供商，具备包括勘察、施工、监理在内的一系列专业最高等级资质，可提供岩土工程全产业链服务；该业务主要由公司本部及子公司上海强劲、上海远方负责，与中石油、

中石化、中海油等大型石化业主，以及中交、中铁等建筑总包商建立了稳定的长期合作关系。公司机场工程板块主要由子公司北京场道负责，收购北京场道后公司陆续承接了海口美兰国际机场二期扩建项目跑道及香港机场部分跑道的建设和维修工作，竞争实力在国内机场场道领域处于中游水平。公司市政工程主要由北京场道负责，公司于 2015 年获得市政公用工程施工总承包一级资质后逐步开始拓展施工总承包业务，市政板块于 2019 年成都兴城入股后取得突破，但由于前期项目积累有限，公司在市政领域的竞争力一般。

业务区域方面，公司本部及工程板块主要子公司北京场道、上海强劲、上海远方分别位于北京和上海，控股股东成都兴城位于西南，可在业务获取方面给予公司一定支持，公司在华东、中南、华北和西南地区的市场占有率相对较高。

表 4 公司承揽项目地域分布情况（单位：亿元、%）

地区	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
华东地区	13.57	24.69	10.14	36.25
中南地区	9.44	17.18	11.41	40.79
华北地区	2.19	3.98	2.79	9.97
西南地区	26.87	48.89	2.73	9.76
西北地区	2.63	4.79	0.41	1.47
东北地区	0.25	0.45	0.19	0.68
境外	0.00	0.00	0.30	1.07
合计	54.96	100.00	27.97	100.00

资料来源：公司提供

公司于 2019 年承接的成都东西城市轴线项目为公司成立以来获取的体量最大的项目，受项目推进影响，2020 年公司收入规模快速增长 38.11%，但由于施工项目年底结算规模较大、

存在一定账期影响，当年回款情况相对一般，截至 2020 年底，公司应收账款由上年的 28.33 亿元增至 43.64 亿元。

从公司项目承揽规模看，2020 年公司新签合同总造价为 27.97 亿元，较上年下降 49.11%，一方面系受疫情影响发包项目有所减少，另一方面系 2019 年中标的成都项目规模较大、影响基期数据所致。公司新增合同中无 PPP 项目。截至 2020 年底，公司在手合同 634 个，合同造价 152.43 亿元（未完工部分造价 36.93 亿元），累计确认收入 117.01 亿元。2020 年，公司完工并验收项目 258 个，项目总金额 17.52 亿元，完工验收项目确认收入 15.02 亿元，回款 12.91 亿元。

表 5 公司新签及在手项目情况（单位：个、万元）

	2019 年	2020 年	2021 年一季度
新签合同数量	456	307	74
新签合同金额	549564.10	279710.02	247688.40
期末在手合同数量	630	634	642
期末在手合同未完工金额	715131.17	369262.22	498267.85

资料来源：公司提供

从新签合同的客户类型看，2020 年业主方为央企、国企的新签合同造价共计 16.18 亿元，占比约为 57.83%，项目最终回款较有保障，但公司对于账期的议价能力一般。

跟踪期内，公司新签合同主要为机场、市政和基坑围护工程，前十大签约项目情况详见下表。公司于 2021 年新中标的温州市市政工程及乌鲁木齐机场场道项目（5 月份中标）合同金额分别为 11.31 亿元和 8.57 亿元，截至 2021 年 3 月底，公司在手未完工合同 49.83 亿元，项目整体储备情况一般。

表 6 2020 年及 2021 年一季度公司前十大新签合同情况（单位：万元）

序号	项目名称	所在地	甲方单位	合同金额
1	温州市经济技术开发区滨海核心区市政基础设施工程（二标段）	浙江温州	温州龙达围垦开发建设有限公司	113131.53
2	武汉兰亭大境 K3 项目基坑围护工程	湖北武汉	武汉广申房地产开发有限公司	11093.45

3	广州市轨道交通十一号线工程石围塘站围护结构工程	广东广州	中铁隧道集团三处有限公司	9287.59
4	东营盛安仓储有限公司原油储备项目（一）储罐桩基工程施工承包合同标段四	山东东营	中海油石化工程有限公司	8705.17
5	成都健康医学中心（未来城）一环湖路医学城段改造工程	四川成都	成都医疗健康投资集团有限公司	8275.29
6	武汉市轨道交通12号线国博中心南站土建预埋工程（第二标段）12号线车站地下连续墙、桩及旋喷桩工程	湖北武汉	中铁隧道股份有限公司	7019.73
7	合肥宜家家居商场项目	安徽合肥	合肥宜家家居有限公司	6717.00
8	广州市轨道交通七号线二期工程七项目经理部-水西北站	广东广州	中铁八局集团有限公司	6329.56
9	金山新城 JSC1-0701 单元 01-04 地块基坑支护工程	上海	上海域邦建设集团有限公司	6299.29
10	北川通用机场项目飞行区工程	四川绵阳	北川三元投资发展有限公司	5966.35
合计				182824.96

资料来源：公司提供

公司重大在建项目为成都东西城市轴线项目和香港机场第三跑道填海工程项目（以下简称“香港机场项目”）。成都东西城市轴线项目由北京场道与成都市勘察测绘研究院、成都

市市政工程设计研究院组成的联合体中标，项目业主单位为成都兴城，构成关联交易。2020年，上述两个项目合计确认收入规模 32.31 亿元，占营业收入总额的 57.17%。

表 7 截至 2020 年底公司重大在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目类别	甲方单位	合同金额	开工时间	合同工期	建设进度	累计确认收入	2020 年确认收入	累计回款
香港机场第三跑道填海工程项目 3206 合同段的地基处理工程分包合同	地基处理	香港恒通有限公司	25.59	2017.10.07	预计工期 36 个月	58.42	12.94	6.25	8.84
成都东西城市轴线成渝高速路辅道（东二环-龙泉驿区界）工程勘察-设计-施工总承包一标段	市政工程	成都兴城	26.00	2019.07.01	600 天	--	32.58	26.06	15.04
合计	--	--	51.59	--	--	--	45.52	32.31	23.88

注：香港机场项目施工进度低于预期，主要受疫情影响以及业主方计划变更部分项目所致；成都东西城市轴线项目于 2020 年 3 月进行调整，工程承包范围增加东西城市轴线（东二环-绕城收费站）改造提升工程，取消涉铁部分代建范围工程内容，项目合同金额已发生调整，暂无法预估建设进度

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数分别为 1.50 次和 2.18 次，分别较上年同期增长 0.06 次和 0.56 次，总资产周转次数由 0.47 次升至 0.58 次。总体看，公司经营效率尚可。

4. 未来发展

未来公司仍将坚持以工程服务为主业，发挥细分市场的专业特长和公司的整体方案提供能力，全面提升工程总承包能力和项目管理能力。

公司发展战略仍将坚持以工程服务为主业，延伸岩土工程产业链，拓展机场场道、市

政工程、地下空间工程服务业务。围绕工程建设，全面提升工程总承包能力和项目管理能力。积极推进和完善通用航空和文化旅游产业咨询、设计、投资、建设、运营全产业链综合服务能力。

工程服务方面，公司将依托京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区建设、成渝地区双城经济区等战略，整合公司资源，发挥细分市场的专业特长和公司的整体方案提供能力，巩固并扩大化工、能源、机场场道、市政基础、地铁隧道、港口航道、铁路、公路等领域的工程服务市场。通用航空方面，加强安吉通用航空机场建设和开通运营的示范效

应，加强机场运营及其相关业务开发，做好飞行驾照培训中心、航空飞行俱乐部建设。文化旅游方面，公司以公共艺术为指导，统筹各方资源推进航空文化小镇、主题园区、文旅特色小镇项目的规划、设计等业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年和 2020 年合并财务报告，致同会计师事务所（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。公司提供的 2021 年一季报未经审计。合并范围变化方面，2020 年，公司出售所持中岩房勘（北京）建设工程有限公司（以下简称“中岩房勘”）70.00%的股权，中岩

房勘自 2020 年 10 月起不再纳入合并范围。2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 16 家。合并范围变化涉及子公司规模相对较小。整体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；公司资产中应收账款及合同资产规模大，对资金形成较大占用；公司商誉规模较大，应收账款回款情况和商誉减值风险值得关注。

截至 2020 年底，公司资产总额 106.04 亿元，较上年底增长 17.71%，主要系应收账款随业务扩张而增长所致。其中，流动资产占 78.28%，非流动资产占 21.72%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比上升较快。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	63.47	70.46	83.01	78.28	79.24	77.80
货币资金	9.46	10.50	12.39	11.68	8.35	8.19
应收账款	28.33	31.45	43.64	41.15	42.09	41.32
存货	21.01	23.33	1.07	1.01	0.81	0.80
合同资产	0.00	0.00	20.41	19.24	21.28	20.89
非流动资产	26.61	29.54	23.03	21.72	22.61	22.20
固定资产	12.62	14.01	11.10	10.47	10.72	10.53
商誉	4.56	5.06	4.27	4.03	4.27	4.19
资产总额	90.08	100.00	106.04	100.00	101.85	100.00

资料来源：根据公司审计报告和 2021 年一季度合并报表整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 83.01 亿元，较上年底增长 30.78%，主要系应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.92%）、应收账款（占 52.57%）和合同资产（占 24.58%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 12.39 亿元，较上年底增长 30.91%。货币资金中 1.31 亿元资金受限，主要为冻结款及票据、保函保证金等。公司应收账款账面价值为 43.64 亿元，较上年底快速增长 54.02%，主要系成都东轴射线项目年底结算确认收入规模较大，回款仍需

一定周期所致；跟踪期内公司应收账款增长快，未来需关注回款情况。公司应收账款中账龄在一年以内的占 62.96%，1—2 年的占 19.61%，公司综合账龄尚可；公司累计计提坏账 7.59 亿元（其中 2020 年计提 2.38 亿元），坏账计提比例 14.81%，计提比例尚可；公司对国企客户 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 至 4 年、4 至 5 年、5 年以上的应收账款计提比例分别为 4.97%、9.76%、28.97%、49.32%、69.23%和 100%，对私营客户的计提更为严苛，由于公司地基工程业务属于工程的前端环节，其尾款需在整体工程完工结算后方能收回，因此计提规

模相对较大。公司应收账款前五大欠款方主要包括央企、国企及香港机场项目业主方，欠款合计金额为 32.83 亿元，占比为 64.07%，集中度较高。公司存货 1.07 亿元，较上年底下降 94.91%，主要系执行新准则后重分类至合同资产所致。公司合同资产 20.41 亿元，主要为建造合同形成的已完工未结算资产。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 23.03 亿元，较上年底下降 13.45%，公司非流动资产主要由固定资产（占 48.32%）和商誉（占 18.53%）构成。

截至 2020 年底，公司其他权益工具投资 0.23 亿元，较上年底下降 82.91%，主要系前期投资的掣速科技有限公司（以下简称“掣速科技”）和人人行科技有限公司（以下简称“人人行”）公允价值下降所致；掣速科技近年持续亏损且净资产为负，目前融资不畅，可持续经营能力存在重大不确定性，已将该公司的公允价值确认为 0 万元，账面价值与公允价值的差异 0.81 亿元计入其他综合收益；人人行 2020 年收入及上市进度受到较大影响，公允价值确认为 171.65 万元，差异 0.28 亿元计入其他综合收益。公司长期股权投资 2.48 亿元，较上年底下降 8.90%，主要系对承德中金合泰建设发展有限公司减少投资所致；长期股权投资主要为对中建（杭州）基础设施投资有限公司的 2.44 亿投资，该公司为余杭区崇贤至老余杭连接线（高架）工程 PPP 项目的项目公司。公司固定资产 11.13 亿元，较上年底下降 12.02%，主要系计提折旧、处置或报废所致；公司固定资产主要由机器设备（占 74.95%）和房屋及建筑物（占 21.98%）构成，机器设备占比高系公司业务所需强夯机、盾构机等专业设备较多所致。

公司商誉 4.27 亿元，较上年底下降 6.44%，主要系出售中岩房勘所致；公司商誉主要为收购上海远方形成 1.43 亿元、上海力行 1.08 亿元、北京主题纬度城市规划设计院有限公司（以下简称“主题纬度”）0.91 亿元、上海强劲 0.57 亿元和北京场道 0.53 亿元，其中对主题纬度计提减值准备 0.26 亿元，联合资信将持续关注上述子公司经营情况及可能发生的商誉减值风险。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 101.85 亿元，较上年底下降 3.95%，主要系货币资金和应收账款减少所致。其中，流动资产占 77.80%，非流动资产占 22.20%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。公司货币资金 8.35 亿元，较上年底下降 32.63%；公司应收账款账面价值为 42.09 亿元，较上年底下降 3.54%。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 1.50 亿元，占总资产的 1.42%，受限比例较低。其中，受限货币资金 1.16 亿元（保证金、冻结款等）、售后回租固定资产 0.35 亿元。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益受其他综合收益及未分配利润变动影响而有所波动。

截至 2020 年底，公司所有者权益 41.00 亿元，较上年底下降 1.14%，主要系其他综合收益因投资的掣速科技和人人行减值而下降所致。公司权益中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 44.04%、18.98%和 30.85%，未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 41.47 亿元，随未分配利润增长较上年底小幅增长 1.15%，其他科目变化不大。

表 9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	18.06	43.54	18.06	44.04	18.06	43.54
其他权益工具	1.60	3.86	1.60	3.90	1.60	3.85
资本公积	7.78	18.76	7.78	18.98	7.78	18.77

其他综合收益	0.10	0.23	-1.10	-2.67	-1.09	-2.63
未分配利润	12.10	29.18	12.65	30.85	13.07	31.52
归属于母公司所有者权益合计	41.08	99.06	40.75	99.39	41.24	99.43
少数股东权益	0.39	0.94	0.25	0.61	0.24	0.57
所有者权益合计	41.47	100.00	41.00	100.00	41.47	100.00

资料来源：根据公司审计报告和 2021 年一季度合并报表整理

(2) 负债

跟踪期内，随着应付债券及应付账款的增加，公司负债规模及负担增长较快。

截至 2020 年底，公司负债总额 65.04 亿

元，较上年底增长 33.79%，主要系应付债券及应付账款增长所致。其中，流动负债占 79.30%，非流动负债占 20.70%，公司负债以流动负债为主。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	41.77	85.92	51.57	79.30	46.84	77.58
短期借款	17.94	36.90	18.87	29.01	19.51	32.31
应付票据	2.02	4.15	1.41	2.17	1.67	2.76
应付账款	13.53	27.82	21.93	33.71	14.95	24.76
预收款项	1.85	3.81	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	2.63	5.40	4.12	6.34	3.97	6.57
其他应付款	2.10	4.31	1.41	2.17	1.51	2.50
合同负债	0.00	0.00	1.63	2.51	2.95	4.89
非流动负债	6.84	14.08	13.46	20.70	13.54	22.42
长期借款	1.67	3.43	0.06	0.09	0.00	0.00
应付债券	4.93	10.13	13.33	20.50	13.46	22.29
负债总额	48.61	100.00	65.04	100.00	60.38	100.00

资料来源：根据公司审计报告和 2021 年一季度合并报表整理

截至 2020 年底，公司流动负债 51.57 亿元，较上年底增长 23.48%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 36.58%）和应付账款（占 42.51%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 18.87 亿元，较上年底增长 5.18%，其中保证借款占 93.60%。公司应付账款 21.93 亿元，较上年底增长 62.11%，主要系应付工程款及材料款增长所致。因会计准则变更，公司预收款项调整至合同负债，截至 2020 年底合同负债 1.63 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 13.46 亿元，较上年底增长 96.76%，主要系发行中期票据所致。截至 2020 年底，公司长期借款 0.06 亿元，较上年底下降 96.63%。公司应付债券 13.33 亿元，较上年底增长 170.57%，主要系发行 8 亿元“20 中化岩土 MTN001”所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 60.38 亿元，较上年底下降 7.16%，主要系应付账款减少所致。其中，流动负债占 77.58%，非流动负债占 22.42%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 34.75 亿元，较上年底增长 23.86%，主要系新发债券所致。债务结构方面，公司短期债务占 61.48%，长期债务占 38.52%；其中短期债务 21.36 亿元，较上年底增长 0.35%；长期债务 13.39 亿元，较上年底增长 97.80%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.33%、45.87%和 24.61%，较上年底分别提高 7.37 个、5.52 个和 10.58 个百分点，债务负担增长较快。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 35.72 亿元，较 2020 年底小幅增

长 2.79%，债务结构变化不大，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.28%、46.27%和 24.50%，较上年底分别下降 2.05 个、增长 0.40 个和下降 0.11 个百分点。

公司有息债务偿付安排方面，在不考虑应付票据的情况下，截至 2021 年 3 月底，公司分别需于 2021 年 4—12 月以及 2022—2025 年偿还有息债务 17.98 亿元、2.61 亿元、0 亿元、0 亿元和 8.18 亿元，公司所获借款以流贷为主，相关贷款可与银行协商续贷，债务偿付压力相对较小。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入随业务扩张实现较快增长，公司业务自身盈利能力尚可，但坏账损失、商誉减值等对利润形成较大侵蚀。

2020 年，公司实现营业收入 56.63 亿元，随业务规模扩张同比大幅增长 38.11%；同期，公司营业成本 46.35 亿元，同比增长 42.77%；营业利润率为 17.92%，同比下降 2.50 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	41.00	56.63	10.61
营业成本	32.47	46.35	8.92
期间费用	4.42	5.34	1.28
利润总额	2.90	1.99	0.48
营业利润率	20.42	17.92	15.66
总资产收益率	5.53	4.21	--
净资产收益率	5.96	4.13	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2020 年，公司期间费用 5.34 亿元（其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占 2.84%、34.05%、31.79%和 31.33%），占营业收入的比例为 9.43%，较上年下降 1.35 个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2020 年，公司计提资产减值损失 0.33 亿元、计提信用减值损失 2.35 亿元，主要为商誉减值损失及应收类款项坏账损失等，对公司利

润形成较大侵蚀。公司其他收益 0.08 亿元，主要为政府补助。2020 年，公司利润总额 1.99 亿元，受减值损失较大影响利润总额较上年下降 31.44%。

从主要盈利指标看，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.21%和 4.13%，同比分别下降 1.32 个百分点、下降 1.83 个百分点。公司各项盈利指标水平一般。

2021 年一季度，公司实现营业收入 10.61 亿元，同比增长 69.36%，主要系 2020 年初疫情影响较大、基数较低所致；营业成本 8.92 亿元，同比增长 77.93%；实现利润总额 0.48 亿元，同比增长 5.06%。

5. 现金流分析

跟踪期内，随着公司业务扩张影响，经营活动现金流入及流出规模增长较快，经营活动净现金流量由正转负；公司投资活动规模相对较小，为匹配经营投入需求，筹资力度大幅提升。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 43.60 亿元，经营活动现金流出 45.68 亿元，同比分别增长 16.96%和 27.59%，主要系业务扩张所致。2020 年，公司现金收入比为 69.49%，较上年下降 11.59 个百分点，主要系项目一般于下半年陆续结算、应收暂未回款所致。2020 年，公司经营活动现金流量净额-2.08 亿元，经营活动现金净流量由正转负。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	37.28	43.60	12.94
经营活动现金流出小计	35.80	45.68	16.96
经营活动现金流量净额	1.48	-2.08	-4.02
投资活动现金流入小计	2.91	1.12	0.01
投资活动现金流出小计	2.15	1.21	0.35
投资活动现金流量净额	0.76	-0.09	-0.33
筹资活动前现金流量净额	2.24	-2.17	-4.36
筹资活动现金流入小计	19.86	32.16	3.05
筹资活动现金流出小计	19.44	26.43	2.59
筹资活动现金流量净额	0.42	5.74	0.46

现金收入比	81.08	69.49	117.00
-------	-------	-------	--------

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 1.12 亿元，主要为收回投资收到现金 0.71 亿元和处置子公司收到现金 0.40 亿元；公司购建固定资产等长期资产支出 0.96 亿元、投资支付 0.25 亿元，投资活动现金净流出 0.09 亿元。公司筹资活动前现金流量净额为-2.17 亿元。

为匹配经营投入需求，2020 年，公司筹资力度大幅提升，筹资活动现金流入 32.16 亿元，同比增长 61.96%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 5.74 亿元，同比增长 1278.42%。

2021 年一季度，公司经营、投资仍呈净流出状态，净流量规模分别为-4.02 亿元和-0.33 亿元，筹资活动净流入 0.46 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力指标表现较好；公司无对外担保，直接及间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别增至 160.95%和 119.31%；2020 年，公司经营活动持续净流出，对流动负债无保障能力。截至 2020 年底，公司现金类资产 14.60 亿元，相当于同期短期债务的 0.68 倍，截至 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比下降至 0.49 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 5.79 亿元，同比有所下降；EBITDA 利息倍数由上年的 4.59 倍降至 3.87 倍；受全部债务增长影响，公司全部债务/EBITDA 由上年的 4.45 倍增至 6.00 倍，但仍维持在较低水平。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现仍较好。

截至 2021 年 3 月底，公司无对合并范围外公司的担保事宜。截至 2021 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 34.10 亿元，未使

用额度为 12.64 亿元；同时考虑到公司为 A 股上市公司，公司直接、间接融资渠道通畅。

截至 2020 年底，公司及子公司作为被告涉及的未决重大诉讼五项，涉诉金额 1.62 亿元。其中公司与北京场道原股东桂立平、李朝的股权转让纠纷案涉案金额 1.02 亿元，原股东就《北京场道市政工程集团股权转让协议》及补充协议提起诉讼，以公司违约为由，要求解除上述股权转让协议并赔偿相关损失；跟踪期内，该案一审判决驳回桂立平、李朝的诉讼请求，此后原告因不服判决结果提出上诉，二审案件已移送北京市高级人民法院。

7. 母公司财务分析

母公司资产和全部债务在合并口径中占比近一半，权益占比较高；公司陆续并购的子公司具备项目独立承揽能力，母公司收入占合并口径比重较小。

截至 2020 年底，母公司资产总额 52.48 亿元，较上年底增长 15.77%。其中，流动资产 27.53 亿元（占比 52.47%），非流动资产 24.94 亿元（占比 47.53%）。从构成看，母公司资产主要包括货币资金 3.84 亿元、应收账款 7.16 亿元、其他应收款 14.91 亿元、长期股权投资 22.75 亿元构成；截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 49.49%。

截至 2020 年底，母公司负债总额 20.71 亿元，较上年底增长 50.64%。母公司负债主要包括短期借款 2.96 亿元、应付账款 2.80 亿元和应付债券 13.33 亿元。母公司资产负债率为 39.46%，较 2019 年底增长 9.14 个百分点，主要系新发行中期票据所致；2020 年母公司全部债务占合并口径的 46.88%。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 31.77 亿元，较上年底增长 0.59%。母公司所有者权益中，实收资本 18.06 亿元（占 56.84%）、资本公积 7.71 亿元（占 24.26%）和未分配利润 3.30 亿元（占 10.38%）。母公司权益占合并口径的 77.48%，占比较高。

2020 年，母公司营业收入 4.81 亿元，占合并口径的 8.49%，由于公司陆续并购的子公司具备专业资质及总承包资质，可独立进行项目承揽，母公司收入占合并口径的比重较小。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额14.03亿元，公司对存续债券偿付能力很强。

截至2021年3月底，公司存续债余额14.03亿元，为本期跟踪债券“岩土转债”6.03亿元及“20中化岩土MTN001”8.00亿元，将分别于2024年和2023年（按首个行权日计算）到期。2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为43.60亿元、-2.08亿元和5.79亿元，对公司存续债券保障情况如下表，公司经营活动现金流入对存续债券保障程度高；公司对存续债券偿付能力很强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

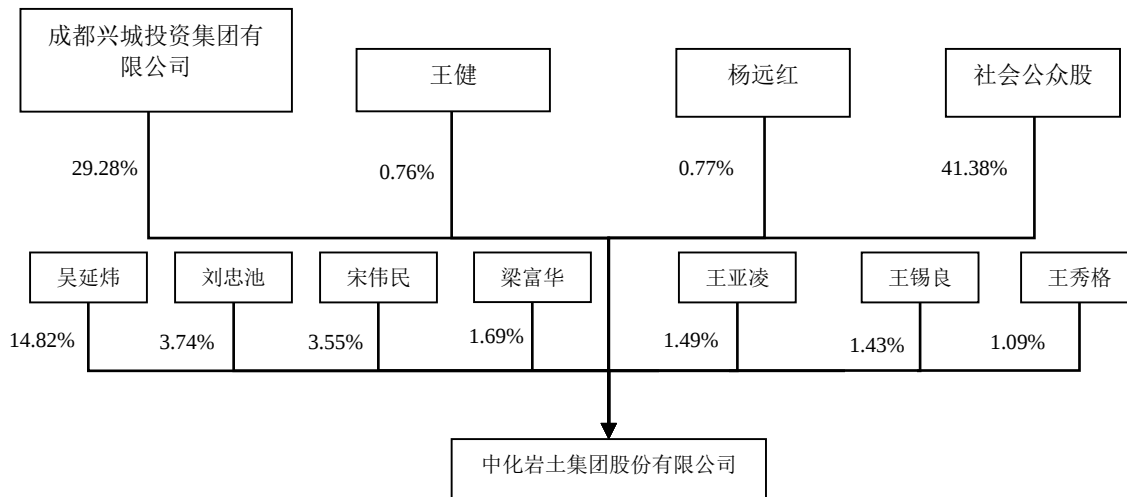
项 目	保障情况
截至 2021 年 3 月底一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	8.00
2020 年底现金类资产/截至 2021 年 3 月底一年内到期债券余额	--
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.45
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.72

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

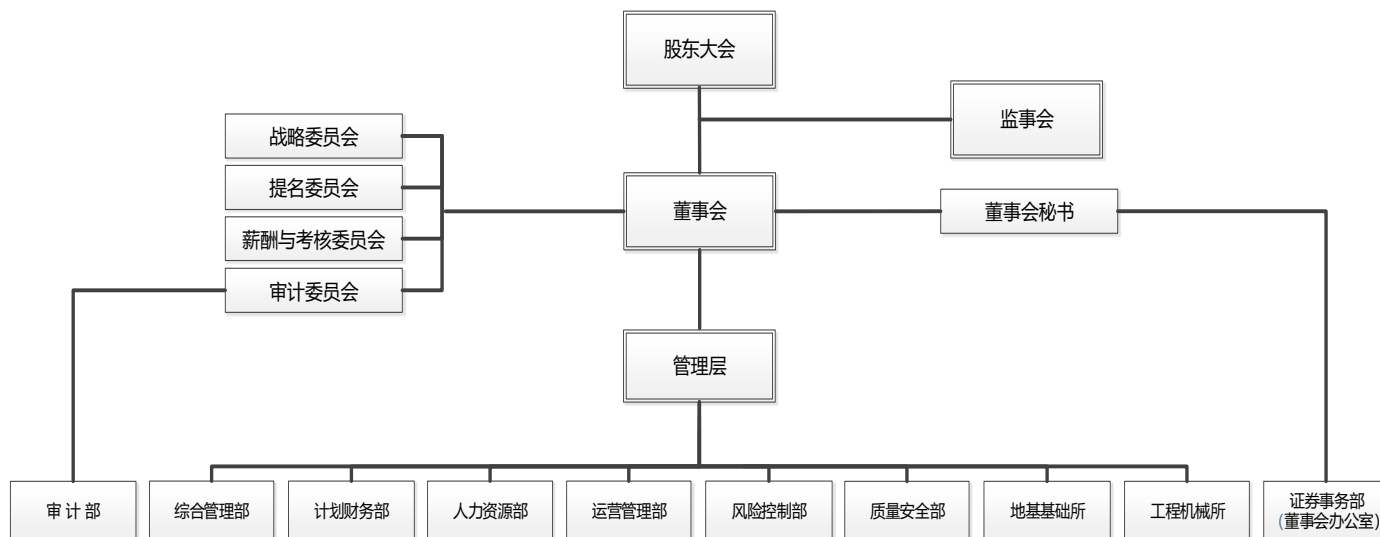
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“岩土转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
1	北京泰斯特工程检测有限公司	北京	工程检测	100.00%	设立
2	北京主题纬度城市规划设计院有限公司	北京	设计	100.00%	非同一控制下企业合并
3	上海力行工程技术发展有限公司	上海	设备租赁	100.00%	非同一控制下企业合并
4	中化岩土工程（大连）有限公司	大连	地基工程	100.00%	设立
5	上海强劲地基工程股份有限公司	上海	地基工程	100.00%	非同一控制下企业合并
6	上海远方基础工程有限公司	上海	地基工程	100.00%	非同一控制下企业合并
7	中化岩土投资管理有限公司	西藏	投资	100.00%	设立
8	中化岩土设计研究有限公司	天津	岩土设研	100.00%	设立
9	全泰通用航空有限公司	北京	通用航空	100.00%	设立
10	北京场道市政工程集团有限公司	北京	工程施工	100.00%	非同一控制下企业合并
11	北京中岩工程管理有限公司	北京	监理	100.00%	非同一控制下企业合并
12	浙江中青国际航空俱乐部有限公司	浙江	通用航空	100.00%	非同一控制下企业合并
13	全泰文化发展有限公司	北京	文化艺术	100.00%	设立
14	北京中岩兴物科技有限公司	北京	科技推广和应用服务	51.00%	设立
15	天海港湾工程有限公司	深圳	专业技术服务	70.00%	非同一控制下企业合并
16	北京全泰科技发展有限公司	北京	科技推广和应用服务业	100.00%	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.86	11.04	14.60	10.87
资产总额（亿元）	85.01	90.08	106.04	101.85
所有者权益（亿元）	38.86	41.47	41.00	41.47
短期债务（亿元）	18.10	21.29	21.36	22.26
长期债务（亿元）	7.01	6.77	13.39	13.46
全部债务（亿元）	25.11	28.06	34.75	35.72
营业收入（亿元）	35.64	41.00	56.63	10.61
利润总额（亿元）	2.60	2.90	1.99	0.48
EBITDA（亿元）	6.14	6.31	5.79	--
经营性净现金流（亿元）	1.15	1.48	-2.08	-4.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.54	1.44	1.50	--
存货周转次数（次）	1.51	1.62	2.18	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.47	0.58	--
现金收入比（%）	77.68	81.08	69.49	117.00
营业利润率（%）	22.15	20.42	17.92	15.66
总资本收益率（%）	5.37	5.53	4.21	--
净资产收益率（%）	5.69	5.96	4.13	--
长期债务资本化比率（%）	15.28	14.03	24.61	24.50
全部债务资本化比率（%）	39.25	40.35	45.87	46.27
资产负债率（%）	54.29	53.96	61.33	59.28
流动比率（%）	146.62	151.97	160.95	169.16
速动比率（%）	98.09	101.66	119.31	121.99
经营现金流流动负债比（%）	2.94	3.54	-4.03	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.52	0.68	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	5.01	4.59	3.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.09	4.45	6.00	--

注：公司 2021 年一季度财务数据未经审计；本报告将公司合并口径长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；受会计准则变更影响，本报告存货周转次数=营业成本/（平均存货净额+平均合同资产净额），速动比率=（流动资产合计-存货-合同资产）/流动负债合计×100%

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.04	3.23	4.18	2.67
资产总额（亿元）	44.74	45.33	52.48	51.61
所有者权益（亿元）	31.40	31.58	31.77	31.91
短期债务（亿元）	2.89	4.02	2.96	2.61
长期债务（亿元）	5.24	5.49	13.33	13.46
全部债务（亿元）	8.14	9.51	16.29	16.07
营业收入（亿元）	5.18	4.39	4.81	0.72
利润总额（亿元）	0.14	0.56	0.45	0.12
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.15	2.02	0.10	-1.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.77	0.57	0.65	--
存货周转次数（次）	3.53	7.92	12.81	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.10	0.10	--
现金收入比（%）	74.55	132.68	99.90	191.70
营业利润率（%）	21.77	25.86	20.81	16.04
总资本收益率（%）	0.49	1.33	1.16	--
净资产收益率（%）	0.61	1.73	1.75	--
长期债务资本化比率（%）	14.31	14.80	29.56	29.67
全部债务资本化比率（%）	20.58	23.14	33.90	33.49
资产负债率（%）	29.80	30.33	39.46	38.17
流动比率（%）	264.08	234.13	375.11	430.78
速动比率（%）	257.13	231.07	370.52	422.57
经营现金流流动负债比（%）	-1.84	24.47	1.32	--
现金短期债务比（倍）	1.40	0.80	1.41	1.02
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；“/”代表未取得数据，“--”代表不适用

附件 3 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额 ×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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。