

陕西建工集团股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：李琛 chli@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3021 号

陕西建工集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“16 陕建工 MTN001”和“17 陕建工 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十八日

评级观点：中诚信国际维持陕西建工集团股份有限公司（以下简称“陕建股份”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 陕建工 MTN001”和“17 陕建工 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了股东支持力度较大、建筑主业保持良好发展态势、财务弹性较强以及融资渠道畅通等因素对其整体信用实力提供的有力支持；同时，中诚信国际关注到房建市场竞争激烈且景气度或面临波动、公司账款回收压力增加、财务杠杆水平高且短期偿债压力较大等因素对其未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

陕建股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	527.87	946.19	1,371.10	1,351.80
所有者权益合计（亿元）	161.84	94.16	142.29	144.53
总负债（亿元）	366.03	852.02	1,228.80	1,207.27
总债务（亿元）	56.80	202.16	302.08	367.78
营业总收入（亿元）	838.33	787.13	966.93	123.49
净利润（亿元）	10.62	10.55	12.77	0.65
EBIT（亿元）	15.27	20.34	27.77	--
EBITDA（亿元）	16.91	23.49	31.33	--
经营活动净现金流（亿元）	13.61	-33.86	-23.89	-17.72
营业毛利率(%)	4.27	6.15	6.80	6.81
总资产收益率(%)	3.14	2.75	2.40	--
资产负债率(%)	69.34	90.05	89.62	89.31
总资本化比率(%)	25.98	68.22	67.98	71.79
总债务/EBITDA(X)	3.36	8.61	9.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.66	3.09	2.25	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2019 年公司对部分业务和相关资产负债通过无偿划转或协议转让等方式进行了重组，并对 2018 年财务数据进行了模拟调整，表中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告中期初数或上年同期数。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：建筑(C180000_2019_04)

陕西建工集团股份有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	2.75	6
	净资产收益率(%)	10.80	7
	现金周转天数(天)	69.62	7
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	67.98	6
	经营活动现金流入/短期债务(X)	4.32	6
	总债务/EBITDA(X)*	7.20	7
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	966.93	8
	净资产(亿元)	142.29	10
	项目储备	8	8
运营实力(15%)	多元化经营	8	8
	市场地位与准入壁垒	8	8
	技术实力及资质	8	8
打分结果			aa ⁻
BCA			aa ⁻
支持评级调整			2
评级模型级别			AA ⁺

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa⁻)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件、产业链多元化及协同效应等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用近三年平均值

正面

■ **股东支持力度较大。**公司是陕西省国资委下属大型建筑施工企业，2019 年在国资委推动下，公司完成股份制改制，并对下属房地产、类金融等企业以及持续亏损、运行低效、资不抵债或与公司主营业务发展战略协同性较弱的非主业企业进行了剥离，资产剥离和重组有利于公司进一步聚焦主业，实现良性发展。

■ **建筑主业发展态势良好。**2019 年公司建筑施工新签合同额进一步增长，且大项目占比快速提升，较强的项目承揽能力对未来收入的稳定性形成一定保障；主业的良好发展使得公司营业总收入和净利润水平均保持增长态势。

■ **财务弹性较强，融资渠道畅通。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 1,171.00 亿元，其中未使用额度 612.87 亿元，具有较强的财务弹性。此外，2019 年以来公司整体上市进程稳步推进，若未来整体上市成功，将有助于其进一步拓宽融资渠道。

关注

■ **房建市场竞争激烈且景气度或面临波动。**公司的核心主业房建工程进入门槛较低，市场参与者分散，激烈的市场竞争使得行业盈利水平普遍较低。此外，近年来经济“去杠杆”及房地产行业持续调控对房建工程下游产生一定冲击，行业景气度或面临一定波动。

■ **账款回收压力增加。**随着公司业务规模的扩大，2019 年以来工程形成的两金进一步增加，同时 PPP 及融投资建设等项目存在较长的回款期，后续的回款情况亦存在一定不确定性，若相关账款无法及时回收，对公司资金周转和盈利能力将造成一定影响。

■ **财务杠杆水平高，短期偿债压力较大。**随着公司全面执行建造合同准则，对部分合作项目的债权债务进行确认使得其资产负债率高位运行，考虑到计入其他权益工具中的债务融资工具，公司实际财务杠杆水平很高。同时，公司总债务中短期债务占比较高，面临一定的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，陕西建工集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**资本实力显著增强；盈利能力明显提升且具有可持续性；资本结构大幅优化。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降；杠杆水平进一步提升；投资项目回报不及预期；回款持续弱化。

评级历史关键信息

陕西建工集团股份有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AA+/稳定	17 陕建工 MTN001 (AA+) 16 陕建工 MTN001 (AA+)	2019/07/26	王慧媛、黄仁昊	中诚信国际建筑行业评级方法 050101_2017_03	阅读全文	
AA+/稳定	17 陕建工 MTN001 (AA+)	2017/07/03	盛京京、王慧媛	中诚信国际建筑行业评级方法 050101_2014_02	阅读全文	
AA+/稳定	16 陕建工 MTN001 (AA+)	2016/08/05	盛京京、王慧媛	中诚信国际建筑行业评级方法 050101_2014_02	阅读全文	
AA/稳定	16 陕建工 MTN001 (AA)	2016/03/25	杨婉莹、盛京京、王慧媛	中诚信国际建筑行业评级方法 050101_2014_02	阅读全文	

同行业比较

2019 年部分建筑施工企业主要指标对比表						
公司名称	建筑新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA (X)	营业周期 (天)
陕西建工集团股份有限公司	2,399.88	966.93	10.80	67.98	7.20	261
浙江省建设投资集团有限公司	1,222.00	756.49	14.26	77.56	7.33	188
广州建筑集团有限公司	1,320.16	1,050.99	7.02	47.99	5.61	99

注：总债务/EBITDA 为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
16 陕建工 MTN001	AA+	AA+	5.00	5.00	2016.04.08~2021.04.08
17 陕建工 MTN001	AA+	AA+	10.00	10.00	2017.11.03~2020.11.03 (3+N)

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济与政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国

际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘

政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

我国城镇化建设释放的内需能量，为建筑业发展提供持续动力

多年来，我国城镇化建设释放出巨大的内需能量，成为经济发展的重要源动力。国家统计局数据显示，截至 2019 年末我国常住人口城镇化率已升至 60.60%，但仍明显低于发达国家 80% 的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平，未来一段时期我国的城镇化率仍有较大的提升空间。2019 年 12 月，中共中央、国务院印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，落户政策的放松有望加速我国城镇化率的提升，并促使人口进一步向中心城市和核心城市群流动。

中诚信国际注意到，近年来国家推动实施“以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向”的新型城镇化战略，在加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态、推动城市高质量发展、加快推进城乡融合发展的过程中，能够产生大量的城市基础设施建设需求，为建筑企业提供广阔的市场空间。除旧城改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广阔的新兴建筑市场。整体来看，伴随着我国新型城镇化进程的推进，必然大量催生对住宅、公共建筑的新建和改造以及城市综合交通网络、地下管网、海绵城市、环境治理等建设的需求，为今后一段时期我国建筑企业的发展带来有力支撑。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因

素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

跟踪期内，公司整体上市进程稳步推进，资产剥离和重组有利于公司进一步聚焦主业，实现良性发展

2019 年公司进行股份制改制，股本设置为 20 亿元，并更名为现名。同时，为满足上市规范性要求，公司对部分业务和资产负债通过无偿划转或协议转让等方式进行了重组。2019 年公司对下属房地产、类金融等企业以及持续亏损、运行低效、资不抵债或与公司主营业务发展战略协同性较弱的非主业企业予以剥离，剥离资产承接方均为陕西建工控股集团有限公司（以下简称“陕建控股”）及其下属企业。同时，陕建控股及其下属公司将持有的陕西省建筑科学研究院有限公司、西部建筑抗震勘察设计研究院有限公司、陕西建研结构工程股份有限公司、陕西建工基础建设集团有限公司、陕西华山国际进出口贸易有限责任公司，以及华山国际工程有限公司及其部分分支机构和分子公司无偿划入公司。此外，2020 年 5 月 6 日，公司与陕建控股签定了无偿划转协议，将持有的近几年连续亏损和

净资产为负值的陕西建工金牛集团股份有限公司和陕西建工第七建设集团有限公司股权无偿划转至陕建控股。**中诚信国际认为**，上述资产的剥离和重组有利于公司进一步聚焦主业，减轻历史经营负担，为公司未来持续向好发展奠定了基础。

上市进展方面，根据 2020 年 4 月陕建股份发布《陕西建工集团股份有限公司关于重组相关事项的公告》，陕西省国资委已于 2019 年 11 月将陕西延长石油（集团）有限责任公司持有的上市公司陕西延长石油化建股份有限公司（以下简称“延长化建”）29.00%股份无偿划转给公司控股股东陕建控股，划转完成后延长化建纳入陕建控股合并范围。本次资产重组，拟由延长化建通过发行股份的方式分别向陕建控股和陕西建工实业有限公司（以下简称“陕建实业”）购买其持有的陕建股份 99%和 1%的股权并吸收合并陕建股份，完成资产重组后，延长化建作为存续主体，将承接陕建股份全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务。2020 年 6 月 22 日，延长化建召开临时股东大会审议通过了重大资产重组相关议案，本次重组尚需中国证监会进一步审核，能否获得中国证监会核准仍存在不确定性。**中诚信国际认为**，若公司整体上市成功，将有助于其拓宽融资渠道，并提升市场知名度和影响力，中诚信国际将对公司的上市进展保持关注。

2019 年以来以房建工程为主的建筑施工业务新签合同额保持稳步增长态势，大项目占比维持高位；业务类别和区域结构亦实现了多元化发展

建筑施工业务是公司的主要业务，也是收入和利润的主要来源，公司在区域建筑市场具有很强的品牌知名度和市场影响力，截至目前，公司累计获得鲁班奖 64 项、国家优质工程奖 69 项、国家科学技术进步奖 1 项、陕西省科学技术奖 7 项、国家级协会科学技术奖 8 项等荣誉。2019 年公司位列 ENR 全球工程承包商 250 强第 24 位。凭借较强的市场竞争实力，公司业务承揽规模维持在较高水平，2019 年工程板块新签合同额保持稳步增长态势。

2020 年一季度，受疫情影响，公司工程新签合同额同比微增 2.63%。

表 1：近年来公司新签合同额情况（亿元）

业务类型	2017	2018	2019	2020.1~3
房建工程	1,034.92	1,363.62	1,746.48	351.02
其中:商品房项目	386.54	532.86	646.01	134.62
保障房项目	37.93	67.76	53.67	10.15
政府项目	474.04	643.08	546.43	133.99
国有企事业单位项目	136.41	119.92	500.37	72.26
市政工程	236.40	243.60	229.15	45.62
其他工程	455.93	447.57	424.25	165.44
合计	1,727.25	2,054.79	2,399.88	562.08

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

房建工程是公司的核心主业，作为建筑工程施工总承包特级资质企业，公司房建业务充分受益于我国经济的快速发展以及城市化率不断提高带来的增长契机，2019 年来商品房建设项目拓展规模进一步提升；同时，公司加大了在政府及国有企事业单位等业主方的业务拓展力度，当期房建工程新签合同快速增长，在新签合同总额中占比超过 70%。**中诚信国际注意到**，近年来持续的地产调控使得公司住宅和商业地产开发类项目业主面临较大的融资和回款压力，而上述资金压力亦可能向公司传导，从而增加其应收账款周转风险。

公司在保持房建施工业务发展的同时，也加强在市政工程以及以公路、水利、装修装饰、园林、古建筑和钢结构等其他工程领域的市场拓展，2019 年公司非房建业务新签合同额为 653.40 亿元，基本保持稳定，多元化业务结构有助于分散业务集中带来的经营风险。

从重大项目承接情况来看，2019 年公司新签 5 亿元以上重大项目 85 个，合同额合计为 837.97 亿元，同比增长 34.74%，其中 10 亿元以上项目 31 个，合同额合计达 480.54 亿元，同比增长 52.43%，合同质量明显提升。**中诚信国际认为**，公司与众多优质业主保持了长期合作关系，其在工程款支付能力、业务订单的连续性、合同的履约能力等方面均能提供较强保障，从而提升公司主业抵御行业波动风险

的能力，同时重大项目的承接和实施有利于降低工程和管理成本，提升施工业务的盈利能力。

表 2：近年来公司新签合同额区域结构（亿元）

业务区域	2017	2018	2019	2020.1~3
陕西省内	1,321.67	1,657.17	1,832.18	463.13
其中：西安	651.37	917.37	1,245.58	316.63
陕西省外	340.80	327.05	492.64	88.66
海外	64.78	70.57	75.06	10.29
合计	1,727.25	2,054.79	2,399.88	562.08

资料来源：公司提供

区域布局方面。公司业务仍然集中在以西安为中心的陕西省内，2019 年省内市场占新签合同总额的比重约为 76%。在稳固陕西省内市场的同时，公司亦不断开拓陕西省外市场，目前已在北京、江苏、福建、贵州、云南、江西、湖南、山西等超过 20 个省市设立分公司，施工业务区域结构逐步完善。此外，公司亦涉足一定的海外工程承包业务，但规模较小，整体来看，经营外向度目前仍较低，展业区域较为集中。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司主要在施工程项目（亿元）

项目名称	合同金额	累计完成产值	累计回款
房建项目：			
三星(中国)半导体 12 英寸闪存芯片二期项目之生产栋新建工程(施工总承包, A01 PKG)	38.13	34.09	35.26
延安大学新校区建设项目	27.31	33.00	16.01
榆林市“三馆”（博物馆、图书馆、规划展览馆）建设 PC 总承包项目	17.41	5.03	7.26
中国西部科技创新港高端人才生活基地南洋东院项目设计施工总承包工程	36.53	1.80	0.86
陕西省崔家沟监狱整体搬迁工程施工总承包	6.49	4.00	3.30
市政项目：			
陕西安康机场迁建项目	13.00	13.00	9.76
朱宏路（北二环-绕城高速）快速化改造工程	11.13	7.30	6.40
北三环与太华路立交工程	8.00	7.97	5.10
沔西新城沔河污水处理厂	2.54	0.76	0.85
西咸新区空港新城崇礼路（底张大街-净业大街）市政工程	1.97	0.25	0.00
海外项目：			
碧桂园马来西亚森林城市 Plot26-1 标段工程	13.48	11.37	10.50
巴基斯坦 DASU-KKH-02 改线公路工程/DASU-RAR-02 进场道路工程	10.57	0.04	0.00
孟加拉达卡电网升级改建项目	8.71	0.89	0.70

南非渥尔贾马贾拉供水项目	5.75	4.92	3.00
--------------	------	------	------

资料来源：公司提供

跟踪期内公司投资业务稳步发展，对施工主业形成一定带动，但面临一定投资压力

资本运营项目方面，公司原以 BT 模式承揽的项目目前已基本进入回购期，但部分项目受政府协调及资金安排影响，建设和回购进度较慢。此外，公司积极探索 PPP 业务模式，截至 2020 年 3 月末，公司作为投资方且在并表范围内的在建 PPP 项目共计 10 个，均纳入财政部 PPP 项目管理库，上述项目涉及投资总额为 150.34 亿元，期末累计完成投资额 99.45 亿元，同期末公司进入运营期的并表 PPP 项目 3 个，累计实现回款金额 0.33 亿元。中诚信国际注意到，PPP 项目前期投资大、回收周期长，后期运营效果及回款情况存在不确定性，且近期政策变化较快，中诚信国际将对公司 PPP 项目的推进情况及其业务经营和财务状况的影响保持关注。此外，2019 年公司对房地产开发业务进行了剥离，主业得到进一步聚焦。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司部分在建 PPP 项目情况（亿元、年）

项目名称	合同金额	持股比例	累计投资	施工周期	运营周期
安康城区环城干道江北路建设工程 PPP 项目	24.20	80%	13.78	3	10
陕西安康机场迁建工程 PPP 项目	23.45	80%	23.42	4	10
西安市体育中心外围提升改善道路 PPP 项目（二标段）	23.18	95%	17.62	2	13
安康高新技术产业开发区战略性新兴产业厂房 PPP 项目	22.36	51%	22.39	2	13

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年度审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2018、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度

度财务报表。2019 年公司对部分业务和相关资产负债通过无偿划转或协议转让等方式进行了重组，并对 2018 年财务数据进行了模拟调整，报告中使用的 2018 年财务数据为 2019 年审计报告中期初数或上年同期数。此外，公司在推进上市过程中，全面执行了建筑合同准则，对部分合作开发项目产生的债权及债务进行确认，使得资产负债表中应付账款、应收账款和存货等科目变化较大。

跟踪期内公司加强精细化管理和成本控制，经营性盈利能力明显提升，但坏账损失及营业外支出等对盈利水平的进一步改善带来挑战

2019 年公司营业总收入稳步提升，跟踪期内公司加大主业聚焦力度，加强工程精细化管理水平，提升自营项目占比，2019 年建筑施工业务毛利率持续提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入同比下降约 43%。

表 5：近年来收入分板块及主要板块毛利率情况(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
建筑施工及安装	796.54	785.87	965.25	123.27
其他	41.80	1.27	1.68	0.22
合计	838.33	787.13	966.93	123.49
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
建筑施工及安装	3.94	6.10	6.74	6.77
其他	10.59	41.12	41.12	31.82
营业毛利率	4.27	6.15	6.80	6.81

资料来源：公司提供

从三费结构来看，由于工程施工类企业业务分散，从业人员较多，使得以职工薪酬、差旅费和办公费为主的管理费用在三费中占有绝对比例，且随业务规模扩大持续增加。2019 年来公司利息支出随总债务规模增长进一步上升，但利息收入的增加对财务费用形成一定冲抵，公司财务费用增长幅度有限。整体看，2019 年在收入增幅较大的背景下，公司的期间费用保持了一定增长，但三费收入占比控制情况较好。

表 6：近年来公司期间费用分析(亿元、%)

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.33	0.14	0.25	0.05
管理费用	14.44	19.95	23.45	3.82
财务费用	1.88	4.21	4.87	2.52
三费合计	16.64	24.29	28.57	6.39
三费收入占比	1.99	3.09	2.95	5.17
经营性业务利润	15.86	21.47	34.30	1.44
资产减值损失	-4.22	-7.86	-18.45	0.33
投资收益	-0.03	-0.04	0.07	0.07
营业外损益	0.97	-0.42	-0.64	-1.04
利润总额	12.59	13.25	15.75	0.81
EBITDA 利润率	2.02	2.98	3.24	--
净资产收益率	9.54	8.24	10.80	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额随业务规模扩大逐年上升，主要来源于经营性业务利润的增长，但以坏账损失为主的资产减值损失对利润造成较大侵蚀。2019 年公司营业外支出为 1.02 亿元，主要为罚款、赔偿支出及预计诉讼损失。从盈利指标来看，受益于施工项目获利能力的增强，2019 年公司 EBITDA 利润率和净资产收益率均有所提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司利润总额同比大幅下降约 80%。

跟踪期内资产和负债规模随业务发展快速上升，资产负债率高位运行；短期债务占比较高，债务结构有待优化

2019 年公司资产规模实现了快速增长。从资产结构来看，施工行业特征决定了公司流动资产占比较高，2019 年末接近 90%，主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款构成。具体来看，存货主要由已完工未结算款构成，随着工程施工业务的发展，跟踪期内公司已完工未结算款持续增加，是存货规模扩大的主要原因。近年来房建市场业主资金情况整体较为紧张，加之房屋建筑业市场竞争激烈，行业内企业对业主的议价能力较弱，加之建筑合同准则的全面执行，2019 年公司应收账款进一步提升。从账龄结构来看，2019 年末账龄在 1 年内应收账款占比为 73.05%，与上年基本持平；1~2 年内占比为

17.85%；从欠款方来看，期末前五大欠款方分别为陕西西咸新区发展集团有限公司、延安市新区管委会、西安交通大学、延安大学和陕建控股，对上述单位的合计应收账款余额占比为 11.04%。2019 年公司营业周期为 261 天，经营效率较上年弱化，账款回收风险值得关注。公司货币资金保持在较好的水平，2019 年末受限货币资金为 24.62 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、银行冻结资金等。此外，截至 2019 年末公司其他应收款金额较大，其中应收陕建控股及其控制的关联方往来款约 95.84 亿元，主要系被剥离企业历史上与公司及下属其他子公司之间存在较大规模的内部资金往来产生。此外，2019 年公司非流动资产规模快速上升，主要系随着公司 PPP 项目推进，PPP 项目建设期发生成本暂时归集于其他非流动资产所致。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
存货	95.43	91.88	159.72	168.19
应收账款	163.86	447.51	678.81	618.24
货币资金	140.99	140.52	166.11	178.34
其他应收款	46.26	129.63	171.64	174.54
流动资产	471.28	856.52	1,227.93	1,205.42
长期应收款	8.64	9.30	14.29	13.38
其他非流动资产	2.19	33.50	66.96	69.92
固定资产	16.31	14.68	17.85	18.08
非流动资产	56.58	89.67	143.17	146.38
总资产	527.87	946.19	1,371.10	1,351.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营，因此建筑企业负债水平较高是行业的普遍特征。2019 年公司负债随着业务规模的扩张亦呈上升态势，期末流动负债占总负债比重为 88.30%。具体来看，受益于工程规模快速增长，2019 年来以应付材料款和应付分包商款为主的应付账款快速增长。而随着业务规模的扩大以及延付、投融资项目的拓展，跟踪期内公司债务融资规模也不断上升。从债务结构来看，公司资金需求以短期周转为主的特点决定了其短期债务占比较高。2019 年末短期债务占总债务比重为 58.18%，短期债务周转压力较大，债务结构有待优化。

表 8：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	185.18	365.50	659.03	571.95
预收款项	17.49	67.64	50.65	73.95
其他应付款	83.20	106.86	113.70	106.20
短期债务	33.48	125.50	175.76	215.52
长期债务	23.32	76.66	126.32	152.26
总债务	56.80	202.16	302.08	367.78
实收资本	15.08	16.94	20.00	20.00
资本公积	5.44	3.03	11.76	11.76
未分配利润	36.71	16.70	22.61	23.22
其他权益工具	34.00	20.00	66.00	66.00
少数股东权益	66.76	31.89	12.98	12.98
所有者权益合计	161.84	94.16	142.29	144.53
资产负债率	69.34	90.05	89.62	89.31
总资本化比率	25.98	68.22	67.98	71.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于利润的积累和其他权益工具的增加，2019 年来公司所有者权益规模快速提升，期末公司资产负债率和总资本化比率小幅优化，但仍处于较高水平。公司其他权益工具主要为 2017、2018 年发行的永续中票以及 2019 年发行的永续债权投资、无固定期限信托贷款等类权益融资工具，若将上述融资工具调整为债务，2019 年末公司资产负债率和资本化比率分别为 94.44%和 82.83%，财务杠杆很高，资本结构结构亟待优化。

跟踪期内，公司经营及投资支出缺口保持在较高水平，较强的资金筹措能力为其业务开展提供了良好支撑；随着债务规模的扩大，EBITDA 和经营活动现金流入对债务的保障能力有所减弱，但较为充裕的货币资金仍能为短期债务偿还提供一定支持

经营活动方面，2019 年以来市场环境和合作模式发生变化，公司承接大体量带资施工项目增多，施工项目的回款速度整体放缓，收现比较上年下降较大，经营活动现金流仍为净流出态势。2020 年一季度，春节前集中支付分包及劳务款项等因素使得公司经营活动现金流呈大幅净流出态势。投资活动方面，公司投资活动支出主要为购置工程施工设备和办公生产用房屋建筑物、股权投资及资本运营项目投资等，2019 年受公司加大投融建项目推进力度影响，公司投资活动现金净流出敞口保持在较高水

平。2019年由于公司的经营及投资活动现金收支缺口较大，公司加大融资力度，筹资活动现金净流入水平较高，很强的筹资能力能够为经营及投资业务的扩张提供支持。

偿债指标方面，2019年受债务增速较快影响，EBITDA对债务本息的保障能力进一步弱化。同时经营活动现金流入对短期债务的覆盖倍数同比亦有所下降。此外，公司货币资金较为充裕，为短期债务的偿还提供了一定支撑，但2019年末货币资金对短期债务的覆盖倍数同比小幅下降。

表 9：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、倍）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	13.61	-33.86	-23.89	-17.72
投资活动净现金流	-17.64	-47.85	-31.46	-2.63
筹资活动净现金流	58.21	74.27	75.93	29.78
收现比	0.92	0.91	0.74	1.10
付现比	0.90	0.95	0.73	1.18
总债务/EBITDA	3.36	8.61	9.64	-
EBITDA 利息倍数	5.66	3.09	2.25	-
经营活动现金流入/短期债务	23.99	6.22	4.32	-
货币资金/短期债务	4.21	1.12	0.95	0.83

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，公开市场无信用违约记录

截至2019年末，公司受限资产账面价值102.42亿元，主要由受限货币资金及应收账款和长期应收款质押构成。

截至2020年3月末，公司及下属子公司对外担保余额5.60亿元，主要系资产剥离产生，针对上述对外担保，债权人国家开发银行陕西省分行于2020年6月3日向公司出具了《说明》，其原则上同意将上述担保人由公司及下属子公司变更为陕建控股，最终以债权人与公司签订的合同为准。同期末，公司及下属子公司作为原告（申请人）的境内未决诉讼、仲裁涉案金额为444,137.84万元，作为被告（被申请人）的境内未决诉讼、仲裁涉案金额为228,782万元。上述案件暂未对陕建股份生产经营造成重大不利影响。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至2020年3月末，公司共获得各银行综合授信额度1,171.00

亿元，其中未使用额度612.87亿元，具有较强的财务弹性。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至2020年6月1日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录；已结清信贷信息中无不良信用记录。

外部支持

作为陕西省大型国有建筑施工企业，公司在股份制改制和整体上市、业务资源倾斜、税收减免及财政补贴等方面能够得到股东及各级政府的大力支持

公司控股股东和实际控制人分别为陕建控股和陕西省国资委，作为陕西省大型国有建筑施工企业，陕建股份在促进地方经济建设，增加就业和税收贡献等方面地位突出。公司是陕西省8家入选国企改革“双百行动”的企业之一，陕西省国资委在推动公司股份改制及整体上市的过程中给予了各方面的帮助，同时公司在业务资源倾斜、税收减免及财政补贴等方面亦能够得到各级政府的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持陕西建工集团股份有限公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“16 陕建工 MTN001”和“17 陕建工 MTN001”的信用等级为AA⁺。

附二：陕西建工集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,409,894.79	1,405,224.96	1,661,141.63	1,783,351.64
应收账款净额	1,638,632.21	4,475,086.05	6,788,074.16	6,182,393.35
其他应收款	462,605.30	1,296,345.71	1,716,380.14	1,745,390.78
存货净额	954,291.37	918,778.25	1,597,235.53	1,681,889.55
长期投资	68,968.68	41,262.28	48,058.74	49,648.74
固定资产	163,110.29	146,757.31	178,500.09	180,846.97
在建工程	83,159.93	77,786.28	98,930.54	106,657.72
无形资产	91,647.50	97,995.61	129,576.20	128,174.49
总资产	5,278,653.55	9,461,852.94	13,710,954.46	13,517,997.64
其他应付款	831,998.77	1,068,579.12	1,136,984.53	1,062,015.78
短期债务	334,796.88	1,254,997.02	1,757,601.18	2,155,166.65
长期债务	233,153.60	766,586.08	1,263,162.31	1,522,644.86
总债务	567,950.48	2,021,583.10	3,020,763.49	3,677,811.51
净债务	-841,944.31	616,358.14	1,359,621.87	1,894,459.87
总负债	3,660,291.45	8,520,235.79	12,288,037.02	12,072,666.54
费用化利息支出	26,881.29	70,822.62	120,217.12	--
资本化利息支出	2,979.55	5,210.79	18,767.23	--
所有者权益合计	1,618,362.10	941,617.16	1,422,917.44	1,445,331.10
营业总收入	8,383,343.43	7,871,333.04	9,669,348.47	1,234,934.65
经营性业务利润	158,628.15	214,748.09	342,980.36	14,353.30
投资收益	-258.88	-373.61	665.13	736.57
净利润	106,213.72	105,522.71	127,701.54	6,490.96
EBIT	152,745.80	203,363.85	277,711.81	--
EBITDA	169,105.94	234,913.48	313,340.00	--
经营活动产生现金净流量	136,076.22	-338,602.90	-238,851.26	-177,194.97
投资活动产生现金净流量	-176,393.30	-478,459.22	-314,613.28	-26,263.75
筹资活动产生现金净流量	582,118.34	742,663.45	759,270.67	297,821.18
资本支出	98,643.37	69,165.23	69,136.70	7,886.43
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	4.27	6.15	6.80	6.81
期间费用率(%)	1.99	3.09	2.95	5.17
EBITDA 利润率(%)	2.02	2.98	3.24	--
总资产收益率(%)	3.14	2.75	2.40	--
净资产收益率(%)	9.54	8.24	10.80	1.81
流动比率(X)	1.41	1.17	1.13	1.16
速动比率(X)	1.12	1.05	0.98	1.00
存货周转率(X)	9.85	7.88	7.16	2.81*
应收账款周转率(X)	4.71	2.58	1.71	0.76*
资产负债率(%)	69.34	90.05	89.62	89.31
总资本化比率(%)	25.98	68.22	67.98	71.79
短期债务/总债务(%)	58.95	62.08	58.18	58.60
经营活动净现金流/总债务(X)	0.24	-0.17	-0.08	-0.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.41	-0.27	-0.14	-0.33*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.56	-4.45	-1.72	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	16.83	-21.93	-13.80	--
总债务/EBITDA(X)	3.36	8.61	9.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.19	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.66	3.09	2.25	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.12	2.67	2.00	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用，将资产减值损失计入信用减值损失，将长期应付款中的带息部分调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。