

信用等级通知书

信评委函字 [2019]跟踪0951 号

中国核工业建设股份有限公司：

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**AAA**，评级展望为稳定；
维持“15中核工建MTN001”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年七月二十六日

中国核工业建设股份有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体	中国核工业建设股份有限公司		
本次主体信用等级	AAA	评级展望	稳定
上次主体信用等级	AAA	评级展望	稳定

跟踪债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
15 中核工建 MTN001	13	5+N	AAA	AAA

概况数据

中核建股份	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	666.65	780.43	945.06	967.55
所有者权益合计(亿元)	94.51	111.64	124.47	142.94
总负债(亿元)	572.15	668.79	820.59	824.61
总债务(亿元)	168.00	202.23	273.22	237.66
营业总收入(亿元)	415.09	454.86	515.06	137.92
净利润(亿元)	9.31	10.03	11.22	2.26
EBIT(亿元)	18.79	21.39	22.52	-
EBITDA(亿元)	22.30	25.01	26.68	-
经营活动净现金流(亿元)	-27.31	23.72	6.40	-44.99
营业毛利率(%)	10.60	10.20	10.29	6.82
总资产收益率(%)	3.03	2.96	2.61	-
资产负债率(%)	85.82	85.69	86.83	85.23
总资本化比率(%)	64.00	64.43	68.70	62.44
总债务/EBITDA(X)	7.54	8.09	10.24	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.58	3.23	2.98	-

注：公司财务报告均依据新会计准则编制；2019 年一季度财务报表未经审计；公司将“短期融资券”计入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至短期债务；2019 年 3 月末总债务不含应付票据。

分析师

项目负责人：刘 莹 yliu02@ccxi.com.cn
项目组成员：黄仁昊 rhhuang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 7 月 26 日

基本观点

我国核电行业长期发展前景良好，中诚信国际肯定了中国核工业建设股份有限公司（以下简称“中核建股份”或“公司”）在我国核工程领域突出的行业地位、充足的军工工程项目储备、工业与民用工程项目承揽能力持续增强、融资渠道畅通以及财务弹性极强等因素对其整体信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到债务规模持续上升、资产负债率维持高位以及资本支出压力或将进一步上升等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际维持中国核工业建设股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 中核工建 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

优势

- **核电行业长期发展前景良好。**我国经济快速发展，多元化替代能源将成为未来我国电力发展的重要领域。随着核电重启进入实质性运行阶段，未来我国将在确保安全的基础上有序发展核电，同时也对新建机组的设计和运行安全提出了更严格的要求。
- **核工程领域行业地位突出，军工工程项目储备充足。**公司目前已基本垄断了我国全部在建核电站核岛工程的建造任务，在我国核工业体系中具有不可替代的地位。此外，2018 年公司继续深耕军工及相关业务，截至当年末军工工程合同储备达 160.97 亿元，为近年新高。
- **工业与民用工程快速发展，非核项目承揽能力持续增强。**2018 年，公司进一步拓展以工业与民工工程为主的非核业务业务，当年新签合同额同比增长 17.36% 至 771.03 亿元，对整体业务的发展提供有力支撑。
- **融资渠道畅通，财务弹性极强。**公司银企关系良好，截至 2019 年 5 月 16 日，共获得各银行综合授信总额为 1,349.61 亿元，其中未使用额度为 838.52 亿元，具备极强的财务弹性。此外，作为 A 股上市公司，公司股权融资渠道畅通，且在债券市场亦具备一定融资能力，能够为业务发展提供资金支持。

关注

- **债务规模持续上升，资产负债率维持高位。**2018 年公司债务规模持续上升，当年末总债务为 273.22 亿元；受此影响，同期末资产负债率和总资本化比率分别升至 86.83% 和 68.70%，继续高位运行。
- **资本支出压力或将进一步上升。**2018 年以来公司继续探索资本运营业务模式，截至当年末在手 PPP 项目较多，尚需一定规模的投资支出，随着项目的推进，未来资本支出压力或将进一步上升。

声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定定期跟踪评级，对其风险程度进行全程跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

近期关注

核电建设重启后长期发展向好，同时亦对新建机组的设计和运行安全提出了更加严格的要求，项目建设易受国家宏观政策和核电项目审批的影响

2016年12月，国家发改委、国家能源局印发《能源发展十三五规划》，提出到2020年运行核电装机容量力争达到5,800万千瓦，在建核电装机达到3,000万千瓦以上。核电技术方面，福岛核事故后国家对核电机组的安全性、环保指标和技术标准提出了更高要求，规定福岛核事故之前核准的二代和二代加核电机组可继续推进建设，而未来核准的核电机组必须达到三代技术的安全标准。2017年9月，国家审议通过《中华人民共和国核安全法》，并于2018年1月1日起实行，从法律制度、条例等层面规定了安全发展核电的方针，为有效保障和安全提

供了法律法规体系依据，同时加强了监管检查和信息公开力度，使核安全领域监管更加体系化。2018年3月，国家能源局发布《2018年能源工作指导意见》，表示要积极推进已开工核电项目建设；截至2019年3月末，三门1号、三门2号、田湾3号、田湾4号、阳江5号、海阳1号、海阳2号、台山1号均已建成投产。2019年4月1日，国家核安全局表示将在确保安全的前提下继续发展核电，今年核电项目会陆续开工建设；同日，国家发改委发布《关于三代核电首批项目试行上网电价的通知》，其中提出了对三代核电机组发电量和电价保障的要求，从国家政策层面对三代核电给予支持。随着三代核电机组的陆续投运以及法律法规体系的进一步完善，核电核准速度有望加快。

截至2019年3月末，全国在运核电机组已增至45台，合计装机容量已达4,589.52万千瓦，成为电力供应的重要支柱。国内现已建成核电站大多采用了压水堆堆型，以法国M310及其国产改良的二代核电技术CPR1000为主。在建项目来看，截至2019年3月末，全国正在建设的核电机组数量为11台，装机容量达1,217.00万千瓦。

表 1：截至 2019 年 3 月末我国核电机组概况（万千瓦）

运营主体	核电站	机组类型	在运装机	在建装机
中核集团	秦山一核	中国 CNP300	1×31.00	-
	秦山二核	中国 CNP650	2×65.00+2×66.00	-
	秦山三核	加拿大 CANDU6	2×72.80	-
	江苏田湾一期	俄罗斯 VVER-1000	2×106.00	-
	三门核电	三代美国 AP1000	2×125.00	-
	福清核电	法国 M310 加改进型 “华龙一号”	4×108.90	-
	方家山核电	中国 CPR1000	2×108.90	-
	海南昌江核电一期	中国 CNP650	2×65.00	-
	江苏田湾二期	俄罗斯 VVER-1000	2×112.60	-
	江苏田湾三期	法国 M310 加改进型	-	2×111.80
中核集团小计			1,909.20	453.60
中国广核集团	大亚湾	法国 M310	2×98.40	-
	岭澳一期	法国 M310	2×99.00	-
	岭澳二期	中国 CPR1000	2×108.60	-
	宁德一期	中国 CPR1000	4×108.90	-
	红沿河一期	中国 CPR1000	4×111.88	-
	红沿河二期	中国 ACPR1000	-	2×111.90
	阳江核电站	中国 CPR1000/ACPR1000	5×108.60	1×108.60
台山核电一期	三代法国 EPR	1×175.00	1×175.00	

	广西防城港核电一期	中国 CPR1000	2×108.60	-
	广西防城港核电二期	“华龙一号”	-	2×118.00
中国广核集团小计			2,430.32	743.40
国家电投	海阳核电一期	三代美国 AP1000	2×125.00	-
华能集团	石岛湾核电一期	中国高温气冷堆示范技术	-	1×20.00
合计			4,589.52	1,217.00

注：中国核工业集团有限公司简称“中核集团”；中国广核集团有限公司简称“中国广核集团”；国家电力投资集团有限公司简称“国家电投”；中国华能集团有限公司简称“华能集团”。

资料来源：中诚信国际整理

我国核电占比较低，在核电国家中处于较低水平，节能减排压力以及国家能源结构与发达国家之间的差异将促进核电建设的快速发展。中诚信国际认为，我国在确保安全的前提下有序发展核电的目标没有改变，而2016~2018年核电项目核准速度不及预期，除2017年末开工的福建霞浦示范快堆示范工程以外未有新核准开工的常规核电项目；2019年1月，国家正式核准4台百万级千瓦的“华龙一号”机组，其中2台位于福建漳州核电站、2台位于广东惠州太平岭核电站，并计划于当年开工建设。为实现《能源发展十三五规划》发展目标，未来几年核电装机仍需保持较高增长速度，我国核电有望处于投资高峰期，随着有关项目的陆续投运，整体运营规模有望大幅提高。

整体来看，我国核电建设项目重启，沿海地区的核电建设项目稳步推进，虽然项目审批建设易受政策、安全等方面影响，但随着能源结构调整进程的推进和在建核电项目的陆续商运，核电等清洁能源亦将迎来结构化需求，核电行业未来有望迎来密集核准在建和投资高峰期。

中核建集团整体无偿划转进入中核集团，股权变更完成后中核集团将成为公司控股股东及实际控制人

公司原控股股东中国核工业建设集团有限公司（以下简称“中核建集团”）于2018年12月3日发布公告称，国务院批准中核建集团与中核集团实施重组，中核建集团整体无偿划转进入中核集团，不再作为国务院国资委直接监管企业，中核建集团召开董事会并审议通过了中核集团与中核建集团的重组方案。2019年2月12日，中核集团与中核建集团签署吸收合并协议，规定中核集团拟吸收中核建集团而继续存在，中核建集团拟解散并注销。截至

2019年3月21日，中核集团已取得中国证监会出具的《关于核准豁免中国核工业集团有限公司要约收购中国核工业建设股份有限公司股份义务的批复》（证监许可〔2019〕396号），同意豁免中核集团要约收购义务。

上述事项目前不涉及公司的重大资产重组。上述吸收合并完成后，公司控股股东和实际控制人变为中国核工业集团有限公司，国务院国有资产监督管理委员会作为最终实际控制人未发生变化。中诚信国际将密切关注上述重大事项的后续进展。

受国家对核电项目开工审批严格影响，2018年核电工程新签合同额大幅下降

核岛建设方面，目前公司已基本垄断了我国全部在建核电站核岛工程的建造任务，2018年实现重大里程碑节点13个，7台机组实现并网发电；截至2019年3月末在国内及国外在建核电机组分别为11台和2台，在国内及国际市场均享有较高的声誉。此外，公司在核电工程领域纵向深耕，持续拓展核电检修业务。

2018年以来，公司继续加强与核电业主的交流合作，加大市场开发力度，且紧跟核电“走出去”战略，进一步提升国内外市场拓展实力。2018年以来，公司成功签订霞浦示范快堆常规岛安装及部分BOP安装工程、漳州1、2号机组核岛土建工程以及漳州1、2号机组常规岛土建工程三项国内核电重点工程，在海外市场重点跟踪包括巴基斯坦C5项目、阿根廷第五座核电项目、沙特大堆项目、保加利亚核电项目在内的国际核电建设项目，且参与英国欣克利角C核电建设管理，保持了核电工程建设市场的主导地位，但受近年国家对核电项目开工审批政策严格、2018年常规核电新建项目零核准影响，当年核电工程新签合同额49.44亿元，同比大

幅下降。2019年一季度,核电工程新签合同额为9.46亿元,随着2019年以来国家新核准4台“华龙一号”核电机组,核电项目批复速度有望加快,公司在该板块仍有较大发展空间。

在建工程方面,为适应近年来核电行业的快速发展,公司不断扩充其施工能力,在吊装能力、工

厂化预制能力、配套加工能力和产品检验能力等方面加大投入,施工实力持续增强。截至2019年3月末,公司国内在建核电工程主要包括红沿河、福清、阳江、台山、防城港等7个核电工程的11台机组的核岛及部分常规岛工程建设,同时承建海外巴基斯坦卡拉奇(K2、K3)核岛及常规岛工程。

表 2: 截至 2019 年 3 月末公司主要在建核电工程

项目名称	项目概况
辽宁红沿河核电站 (5、6号机组)	红沿河核电站位于辽宁省大连市瓦房店东岗镇,是东北地区第一个核电站,规划建设6台百万千瓦级CPR1000核电机组。截至2018年末,5号机组核岛主设备安装完成,核岛安装总体完成60%;同期末,6号机组反应堆压力容器和两台蒸汽发生器就位,核岛安装总体完成30%。
福建福清核电站 (5、6号机组)	福建福清核电站规划装机容量为6台百万千瓦级核电机组,位于福建省福清市三山镇前薛村,其中,5、6号机组分别于2015年5月、12月开工建设,均为我国自主知识产权的“华龙一号”型核电机组。截至2018年末,核岛施工建造已由土建阶段进入安装阶段,6号机组反应堆压力容器吊装就位。2019年4月8日,国家核安全局批准《福建福清核电厂5、6号机组调试大纲(A/2版)》,4月27日5号机组一回路启动水压试验。
广东阳江核电站 (6号机组)	阳江核电站位于广东省阳江市,采用中国自主品牌CPR1000核电技术,规划建设6台百万千瓦级核电机组,其中5号机组于2018年7月12日投入商运。6号机组于2013年12月开工建设,截至2018年末已完成冷试,2019年4月1日~4日,国家核安全局进行运行许可证颁发前综合检查,装料前的准备工作基本满足要求。
广东台山核电站 (2号机组)	该项目采用第三代核电EPR技术,一期工程规划装机容量为2×175万千瓦,是目前世界上单机容量最大的机组。1号机组于2018年12月13日完成168小时示范运行,具备商业运行条件,成为全球首台具备商运条件的EPR三代核电机组,2019年4月4日获颁运行许可证。2号机组于2010年4月12日开工建设,2019年4月4日获颁运行许可证。
广西防城港核电站 (3、4号机组)	该项目位于广西壮族自治区防城港市港口区光坡镇红沙村,二期工程采用我国自主知识产权的“华龙一号”型核电机组,其中3号机组于2015年12月24日开工建设,2018年5月23日完成穹顶吊装,进入设备安装阶段。4号机组于2016年12月23日开工建设。截至2018年末,防城港核电站二期首台反应堆压力容器已制造完成。
江苏田湾核电站 (5、6号机组)	江苏田湾核电站二期工程装机容量2×106万千瓦,采用俄罗斯VVER-1000/428反应堆技术,4号机组于2013年9月开工建设,5号机组于2015年12月开工建设,6号机组于2016年9月开工建设。
石岛湾高温气冷堆	高温气冷堆是具有第四代核能系统安全特征的先进核电堆型,工期50个月,于2012年正式开工。
巴基斯坦卡拉奇核电站(K2、K3)	该项目是采用华龙一号核电技术的首个海外核电项目,是中国核电“走出去”战略的标志性项目,其中K2项目于2015年8月开工建设,K3项目于2016年5月开工建设。

资料来源:公司提供

施工技术方面,通过二十多年不间断的核电站建设实践,公司系统地掌握了核电站多种反应堆堆型建造的关键技术并积累了丰富的建造经验,形成了先进的核电站建造项目管理模式。2018年,公司共获得专利授权210项,其中发明专利32项;获省部级以上科技奖15项;获中国核能行业协会科学技术一等奖1项、二等奖1项、三等奖2项。目前,公司全面掌握了AP1000、EPR先进压水堆、实验快中子反应堆、重水堆等多种不同堆型核电站的工程施工技术,具有30万、60万、70万、100万千瓦级各个系列核电机组的建造能力与经验。中诚信国际认为,公司在核电核岛工程建设领域具备极强的技术垄断优势和实践经验积累。

军工工程建设是公司另一传统重要业务,2018

年以来主要承担了核工程等一批国家重点保军工程的建设。此外,公司亦积极参与国家重大科学装置项目建设,当年其承建的中国散裂中子源工程(CSNS)通过国家验收。2018年,军工工程实现新签合同额58.47亿元,同比大幅下滑;但受益于前期该板块较好的业务拓展情况,军工项目储备较为充足,截至2018年末合同储备160.97亿元,为近年新高。

综合来看,公司在我国核电核岛工程建设核心领域接近垄断地位,但受2018年常规核电新建项目零核准影响,当年核电业务承揽规模大幅下降。同期,军工板块承揽规模下滑,但业务储备较为充足。中诚信国际认为,随着国家核电建设重启,未来公司在该板块仍将有较大的发展空间。

以工业和民用工程为主的非核业务规模持续上升；资本运营项目的拓展推动了整体业务的发展，但亦带来较大资本支出压力

公司借助其在核电建设方面积累的丰富施工经验和先进的施工设备，在工业与民用工程建设领域实现了快速发展，重点发展房屋建筑、市政和基础设施、能源等多个领域的工程建设业务，并在液化天然气工程（LNG）领域拥有较强竞争优势和市场地位。

工业与民用工程方面，公司在注重工程业务总量增长的同时，将业务拓展中心继续由市场竞争激烈的民用低端建筑领域向附加值高的总承包项目和技术含量高的大型工业项目转移，2018年建设了包括全国首例交通枢纽综合体项目广州凯达尔枢纽国际广场、全国首个大型商业化槽式光热电站青海德令哈 50MW 光热电站在内多个“高、大、精、深”工程项目，并积极实施“走出去”战略，在海外市场承揽中国援助莫桑比克索法拉职业技术学校项目，使得 2018 年该业务板块实现新签合同额 771.03 亿元，同比增长 17.36%，工程承揽能力和施工能力进一步提升。2019 年一季度，公司民用工程新签合同额为 184.39 亿元，同比增长 28.14%。

在实施高端市场结构战略调整的同时，公司继续拓展大型工业设施 EPC 项目以及 PPP 模式为主的基础设施资本运营项目，在非核领域的综合竞争实力不断提升。2018 年，公司新签晋宁区市政道路配套和提升改造项目、莆田市荔城区城乡污水整治项目、广安职业技术学院二期建设项目、会东县小坝心片区西向会客厅与城南保障性安居房项目等 12 个 PPP 项目，项目预计总投资约 160 亿元，建安合同总额约为 100 亿元；同年，在手 PPP 项目带动建安收入约 76 亿元，截至当年末已实施的 PPP 项目累计 60 个，投资总额约 645 亿元。中诚信国际注意到，资本运营项目较传统施工项目盈利水平更高，但同时具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统施工具有更大的风险，同时也使公司面临较大的资本支出压力，中诚信国际将对公司资本运营业务未来的发展情况保持关注。

表 3: 截至 2019 年 3 月末公司主要在建工业与民用工程 (单位: 亿元)

项目名称	合同金额	签约时间	预计竣工时间
瓮安县朵云拓展区建设项目	40.59	2017.6	2020.6
台州天盛中心项目	30.00	2015.8	2020.8
山西师范大学整体搬迁建设项目一期工程	24.55	2018.6	2020.12
上海核建科创园项目	17.21	2018.1	2020.2
凯达尔枢纽国际广场总承包工程	16.00	2014.12	2019.6
宁波市溪口雪窦山弥勒文化园项目建设工程	15.00	2016.8	2021.1
丰城文化风情街及新城限价安置房建设项目设计采购施工（EPC）总承包工程	15.00	2019.1	2020.6
三都县民族体育竞技中心工程	13.28	2017.4	2019.10
徐州潘安湖科教创新区起步区 PPP 项目	11.20	2017.1	2019.8
来雁新城（A 片）和顺家园一期（阀门厂项目）	10.57	2016.4	2019.12

资料来源：公开资料

整体来看，民用工程作为公司抵御核电行业波动带来经营风险以及多元化业务布局的重要领域，2018 年以来发展良好，加之资本运营项目的拓展，非核工程承揽规模继续扩大。同时，PPP 项目的推进亦使得公司面临较大资本支出压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。

随着基础设施建设的推进及民用工程体量的增加，公司资产和负债规模同步增长，权益规模稳步提高；总债务继续上升，债务期限结构匹配情况有待提升

随着业务的发展，公司总资产持续上升，2018 年末为 945.06 亿元，同比提高 21.09%，其中流动资产占比 74.33%。公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款等构成，其中存货和应收账款金额合计占流动资产的比重约为 70%。受

2018 年公司民用工程规模增长较快且部分项目结算周期延长影响，以已完工未结算款为主的存货进一步升至 283.51 亿元。应收账款主要系应收工程款等，随着非核领域施工业务规模的上升，2018 年末应收账款同比大幅增至 215.93 亿元。从账龄结构来看，2018 年末 1 年以内应收账款所占比例为 63.31%，1~2 年的占比为 18.97%；当年计提坏账准备为 5.13 亿元，同比上升较多。从主要欠款方来看，2018 年末前五大客户主要为房地产开发企业及地方投资平台，应收账款合计占当期末余额的 10.43%，集中度较低。此外，2018 年公司采取无追索权保理方式处置应收账款 8.90 亿元，产生相关费用 0.41 亿元。截至 2019 年 3 月末，应收账款为 211.81 亿元，中诚信国际将对公司应收账款回收情况保持关注。截至 2019 年 3 月末，总资产进一步增至 967.55 亿元，其中流动资产为 730.77 亿元，较上年末有所下降主要系集中支付下游分包及材料款项等使得货币资金下降所致。

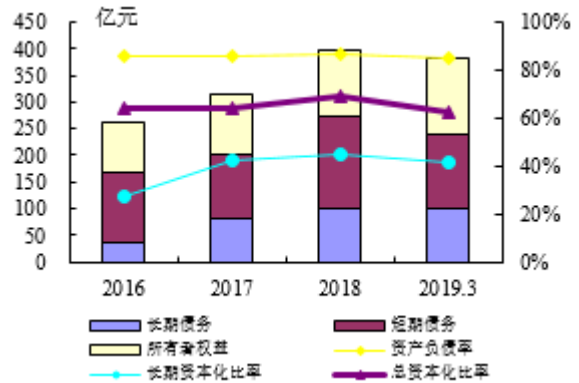
公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期应收款构成，2018 年末合计占非流动资产的比重为 81.03%。固定资产主要为办公楼、机器设备等，2018 年末为 35.40 亿元。同期末，PPP 项目投资增加使得在建工程大幅增至 74.03 亿元，长期应收款增至 87.13 亿元。2019 年 3 月末，非流动资产为 236.78 亿元，其中，固定资产、在建工程和长期应收款分别为 34.99 亿元、87.50 亿元和 79.19 亿元。

公司资产规模上升的同时，负债规模亦持续增长，2018 年末为 820.59 亿元，资产负债率亦升至 86.83%；其中，以应付账款和预收款项为主的经营性负债为主的流动负债占比 86.94%。公司在核电建设行业技术实力较强、市场占有率较高且对下游议价能力较强，加之业务量迅速增长，共同使得 2018 年末应付账款和预收款项分别增至 294.05 亿元和 131.70 亿元。2019 年 3 月末，总负债为 824.61 亿元，其中流动负债占比 87.03%；同期末，权益规模的扩大使得资产负债率降至 85.23%。

有息债务方面，2018 年公司加大银行借款力度及票据支付规模，使得当年末总债务同比增长 35.11% 至 273.22 亿元，总资本化比率亦升至

68.70%。公司以短期债务为主，2018 年末短期债务占总债务的比重为 62.89%，与投资项目长期资金需求匹配程度有待提升。截至 2019 年 3 月末，总债务为 237.66 亿元¹，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.34 倍；受益于权益的增长，同期末总资本化比率降至 62.44%。

图 1：近年来公司资本结构



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，受益于利润的积累及参股 PPP 项目公司吸收少数股东投资增多带动少数股东权益增加，2018 年末所有者权益增至 124.47 亿元，同比增长 11.49%。2019 年一季度，公司发行 20.00 亿元可续期公司债券计入其他权益工具，加之自身利润的积累，共同带动 3 月末所有者权益升至 142.94 亿元。

受益于工业与民用工程业务的发展，营业总收入继续上升，整体盈利能力保持稳定

2018 年，公司实现营业总收入 515.06 亿元，同比增长 13.23%，营业毛利率为 10.29%。2019 年一季度，公司营业总收入为 137.92 亿元，较上年同期大幅增加 55.35%，营业毛利率为 6.83%。

核电工程是公司核心主业，但由于工程周期较长，收入结算有一定的滞后性，且 2016~2018 年国家均未核准开工建设新的商用核电机组，加之部分项目面临的竞争情况上升，使得 2018 年该板块收入小幅降至 92.72 亿元；由于公司几乎垄断了我国所有已建和在建核电项目，较传统的建筑施工领域具备更强的议价能力，因此 2018 年核电工程毛利率小幅升至 15.10%。公司紧跟国家军民融合政策，受益

¹ 2019 年 3 月末债务不含应付票据。

于军工及相关业务的深耕，2018年军工工程板块收入和毛利率分别升至28.41亿元和8.86%。同年，公司进一步拓展工业与民用工程市场，该板块收入进一步增至348.24亿元，成为公司经济规模和总量增长的重要支撑；但受工业与民用工程竞争加剧、人工和原材料等成本上升等因素影响，当年毛利率为降至8.48%。

表4：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

营业收入	2016	2017	2018
核电工程	101.72	96.07	92.72
军工工程	24.82	23.72	28.41
工业与民用工程	264.45	285.74	348.24
其他业务	24.10	49.33	41.32
营业总收入	415.09	454.86	515.06
毛利率	2016	2017	2018
核电工程	14.72	14.54	15.10
军工工程	7.44	7.29	8.86
工业与民用工程	8.88	9.35	8.48
营业毛利率	10.60	10.20	10.29

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2018年公司经营规模扩大，三费合计小幅增至31.36亿元，受益于较好的费用管控能力，三费收入降至6.09%。从三费结构来看，管理费用在期间费用中占比最高，2018年受区域市场营销机构增加、人工与原材料等成本攀升及研发支出增加等影响，管理费用升至23.13亿元，在期间费用中占比超过70%。2019年一季度，公司三费合计为7.19亿元，三费收入比为5.21%。

表5：近年来公司期间费用情况（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	0.73	0.79	0.93	0.34
管理费用	20.59	22.11	23.13	4.80
财务费用	5.39	7.19	7.30	2.05
三费合计	26.70	30.09	31.36	7.19
营业总收入	415.09	454.86	515.06	137.92
三费收入占比	6.43%	6.62%	6.09%	5.21%

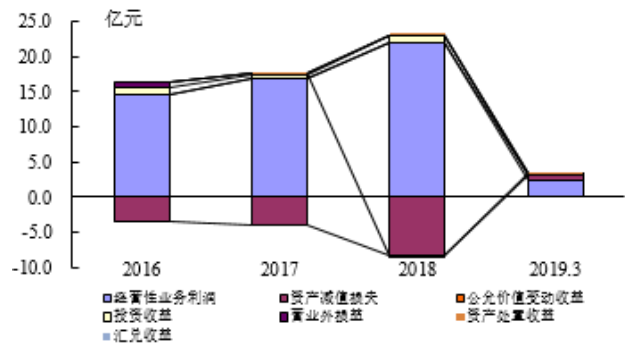
注：中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报告

受益于较强的成本费用管控能力，2018年公司经营性业务利润增至21.94亿元，系利润总额的主要组成部分；同期，以坏账损失为主的资产减值损失为8.21亿元，同比上升较多，对利润构成一定侵蚀。2018年，公司实现利润总额14.64亿元，同比有所上升；当年净利润率为2.18%，同比较为稳定。

2019年一季度，公司利润总额和净利润率分别为3.28亿元和1.64%。

图2：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

很强的筹资能力为投资业务的扩张提供了有力的资金支持；受总债务增加影响，偿债能力指标弱化

经营活动方面，公司核电工程项目为国家重点支持项目，有较高规模的预付款且工程款支付及时，回款资金较有保障，且非核工程回款情况较好，同时民用工程业务的快速拓展，使得2018年经营活动现金流入及流出均大幅增加，当年经营活动净现金流为6.40亿元，维持流入态势，但流入规模下降。2019年一季度，受季节性付款因素的影响，公司实现经营活动净现金流-44.99亿元。

投资活动方面，随着在手PPP项目的推进，公司对外投资需求较大，2018年投资活动净现金流为-44.67亿元，资金敞口扩大。2019年一季度，投资活动净现金流为-6.00亿元。

筹资活动方面，2018年公司加大银行借款力度，筹资活动现金净流入规模升至49.68亿元，很强的融资能力能够为投资业务的扩张提供支撑。2019年一季度，公司实现筹资活动净现金流31.43亿元。

表6：近年来公司现金流情况（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
经营活动现金流入	376.63	440.51	484.87	142.68
经营活动现金流出	403.94	416.79	478.48	187.67
经营活动净现金流	-27.31	23.72	6.40	-44.99
投资活动现金流入	15.32	24.67	16.60	10.83
投资活动现金流出	29.05	51.66	61.27	16.83
投资活动净现金流	-13.73	-26.99	-44.67	-6.00

筹资活动现金流入	195.62	186.34	225.53	89.10
其中：吸收投资	18.98	3.52	3.54	3.96
借款	168.10	172.35	214.81	64.95
筹资活动现金流出	174.58	165.69	175.84	57.67
其中：偿还债务	166.01	152.52	154.44	49.85
筹资活动净现金流	21.04	20.65	49.68	31.43
现金及等价物净增加额	-19.78	16.98	11.15	-19.72

资料来源：公司财务报告

2018年，公司EBITDA小幅升至26.68亿元，但总债务的大幅增长使得其对债务本息的覆盖程度有所下降，当年总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为10.24倍和2.98倍。同期，经营活动净现金流下降使得其对债务的保障程度弱化，2018年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息倍数分别降至0.02倍和0.71倍。总体来看，2018年公司偿债能力指标弱化。

表7：近年来公司主要偿债指标

	2016	2017	2018	2019.1-3
货币资金（亿元）	67.32	85.55	105.14	85.72
总债务（亿元）	168.00	202.23	273.22	237.66
经营活动净现金流（亿元）	-27.31	23.72	6.40	-44.99
EBITDA（亿元）	22.30	25.01	26.68	-
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.16	0.12	0.02	-0.76*
总债务/EBITDA(X)	7.54	8.09	10.24	-
EBITDA利息倍数(X)	3.58	3.23	2.98	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	-4.39	3.06	0.71	-

注：带“*”财务指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报告

截至2018年末，公司受限资产合计36.71亿元，主要包括保证金等受限货币资金、用于保理业务的受限应收账款和用于取得抵质押借款的长期应收款等，占同期末总资产的比重较小。同期末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

截至2018年末，公司对外担保金额合计为2.10亿元，系对关联方重庆中核通恒水电开发有限公司的担保，占净资产的比例较小，根据公司年度报告披露，暂未对公司财务产生影响。

表8：截至2018年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保金额	担保期限
重庆中核通恒水电开发有限公司	1.31	2013.3~2026.3
重庆中核通恒水电开发有限公司	0.79	2014.6~2027.6

合计	2.10	-
----	------	---

资料来源：公司财务报告

公司与金融机构有良好的合作关系，截至2019年3月末，共获得各银行综合授信总额1,349.61亿元，其中尚未使用的额度为838.52亿元，财务弹性极强。此外，作为A股上市公司，公司股权融资渠道畅通，且在债券市场亦具备一定融资能力，能够为业务发展提供资金支持。

过往债务履约情况

根据公开资料显示，截至2019年3月末公司在公开市场无信用违约记录。

表9：截至报告出具日公司本部银行间公开市场存续债券情况

债券简称	发行额 (亿元)	存续期
15中核工建MTN001	13	2015.12~2020.12

注：“15中核工建MTN001”为永续中票。

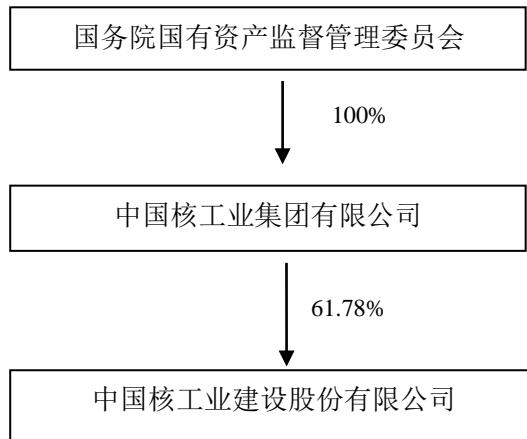
资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2019年7月17日，由于银行系统操作原因，公司本部借款于2016年3月20日欠息11.88万元，已于次日结清。除此之外，公司其余借款均能够到期还本、按期付息。

结论

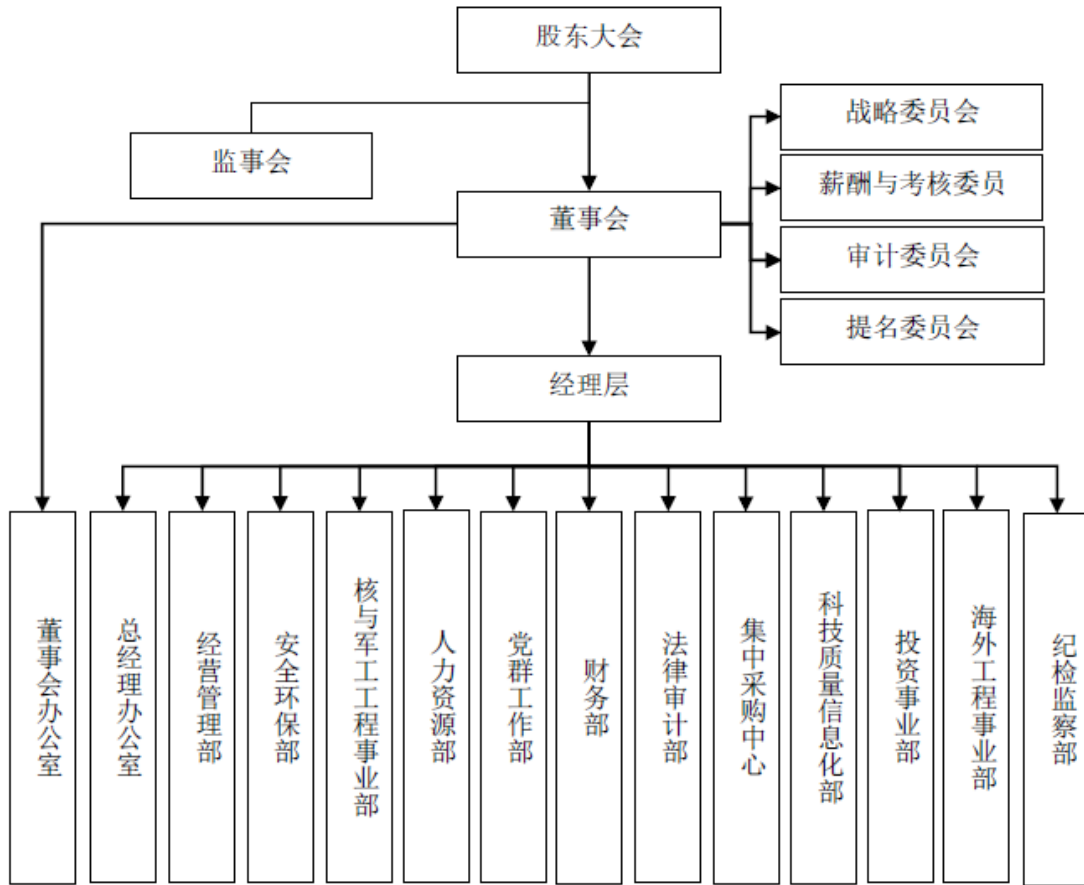
综上，中诚信国际维持中国核工业建设股份有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“15中核工建MTN001”的债项信用等级为AAA。

附一：中国核工业建设股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公开资料

附二：中国核工业建设股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公开资料

附三：中国核工业建设股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	673,239.61	855,494.93	1,051,355.95	857,237.30
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	3,100.00	130,618.93
应收账款净额	1,457,133.15	1,735,180.18	2,159,305.25	2,118,125.00
其他应收款	478,219.14	495,537.72	532,511.56	567,082.76
存货净额	2,429,521.32	2,670,278.68	2,835,055.30	3,145,613.95
长期投资	112,170.80	171,362.79	175,632.55	69,832.44
固定资产	337,813.89	337,312.33	354,047.61	349,851.98
在建工程	32,679.51	215,756.26	740,310.18	874,977.54
无形资产	55,837.21	55,208.56	52,156.53	51,321.50
总资产	6,666,522.52	7,804,296.74	9,450,600.48	9,675,504.13
其他应付款	295,200.33	294,872.89	370,903.38	408,763.43
短期债务	1,318,820.79	1,204,133.88	1,718,386.84	1,362,916.47
长期债务	361,225.00	818,144.59	1,013,841.58	1,013,648.39
总债务	1,680,045.79	2,022,278.47	2,732,228.42	2,376,564.86
净债务	1,006,806.18	1,166,783.54	1,680,872.47	1,519,327.56
总负债	5,721,464.86	6,687,880.66	8,205,861.25	8,246,134.89
费用化利息支出	60,890.50	76,359.39	78,777.53	-
资本化利息支出	1,380.38	1,057.00	10,753.62	-
所有者权益合计	945,057.66	1,116,416.09	1,244,739.22	1,429,369.24
营业总收入	4,150,851.45	4,548,625.44	5,150,604.12	1,379,231.81
三费前利润	413,727.06	465,135.04	525,245.89	93,900.95
投资收益	9,769.43	4,380.22	11,129.75	288.61
净利润	93,076.86	100,311.68	112,209.18	22,552.29
EBIT	187,891.07	213,927.67	225,184.90	-
EBITDA	222,953.25	250,092.19	266,751.77	-
经营活动产生现金净流量	-273,102.08	237,216.99	63,965.22	-449,892.21
投资活动产生现金净流量	-137,314.04	-269,856.97	-446,731.22	-60,017.80
筹资活动产生现金净流量	210,441.14	206,542.42	496,849.53	314,303.60
现金及现金等价物净增加额	-197,763.71	169,774.27	111,477.59	-197,248.05
资本支出	36,378.99	126,820.92	331,309.07	65,013.77
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	10.60	10.20	10.29	6.82
三费收入比(%)	6.43	6.62	6.09	5.21
EBITDA/营业总收入(%)	5.37	5.50	5.18	-
总资产收益率(%)	3.03	2.96	2.61	-
流动比率(X)	1.02	1.07	0.98	1.02
速动比率(X)	0.56	0.60	0.59	0.58
存货周转率(X)	1.71	1.60	1.68	1.72*
应收账款周转率(X)	3.00	2.85	2.65	2.58*
资产负债率(%)	85.82	85.69	86.83	85.23
总资本化比率(%)	64.00	64.43	68.70	62.44
短期债务/总债务(%)	78.50	59.54	62.89	57.35
经营活动净现金/总债务(X)	-0.16	0.12	0.02	-0.76*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.21	0.20	0.04	-1.32*
经营活动净现金/利息支出(X)	-4.39	3.06	0.71	-
总债务/EBITDA(X)	7.54	8.09	10.24	-
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.21	0.16	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.58	3.23	2.98	-

注：公司财务报表依据新会计准则编制；2019年一季度财务报表未经审计；加“*”数据经年化处理；公司将“短期融资券”计入“其他流动负债”，中诚信国际分析时将其调整至短期债务；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“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；2019年3月末总债务不含应付票据。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

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 + 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 + 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

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 - 营业税金及附加 - 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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额

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 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

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”。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。