信用等级公告

联合〔2019〕2546 号

联合资信评估有限公司通过对中交天津航道局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，确定维持中交天津航道局有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“18 天津航道 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中交天津航道局有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
18 天津航道 MTN001	10.00 亿元	2021/12/17[1]	AAA_{pi}[2]	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.29	9.92	20.44	18.49
资产总额(亿元)	276.65	293.39	359.58	365.44
所有者权益(亿元)	86.51	89.22	99.60	99.27
短期债务(亿元)	43.29	70.03	85.29	94.28
长期债务(亿元)	13.32	14.56	7.11	6.60
全部债务(亿元)	56.61	84.58	92.40	100.88
营业收入(亿元)	122.01	123.84	81.86	13.07
利润总额(亿元)	8.43	6.30	4.03	0.04
EBITDA(亿元)	15.63	13.62	10.99	--
经营性净现金流(亿元)	5.27	5.02	3.55	-0.93
营业利润率(%)	17.31	19.24	19.19	12.71
净资产收益率(%)	6.93	5.38	3.29	--
资产负债率(%)	68.73	69.59	72.30	72.84
全部债务资本化比率(%)	39.55	48.67	48.12	50.40
流动比率(%)	101.46	90.40	90.40	88.91
经营现金流动负债比（%）	3.19	2.81	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	6.21	8.41	--
EBITDA/利息倍数（倍）	5.48	4.67	2.84	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师： 兰 迪 朱 煜

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

[1] “18 天津航道 MTN001”为永续中票，期限均为 3+N（N 为续期数），假设兑付日为第三个计息年度末。
[2] pi 表明联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，为主动评级。

评级观点

中交天津航道局有限公司（以下简称公司）作为中交疏浚（集团）股份有限公司（以下简称“中交疏浚”）的全资子公司，主要从事疏浚吹填、港口水工等相关业务。跟踪期内，公司仍保持在疏浚吹填领域资质齐全、船机设备先进等相关优势，在环渤海地区拥有良好的品牌效应和市场认可度。同时，联合资信评估有限公司（以下简称 “联合资信”）也关注到跟踪期内，受疏浚吹填相关政策影响，公司收入快速下降、公司短期债务规模快速增长且短期偿债压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司疏浚吹填业务规模正在逐渐缩小，公司资源逐步向环保疏浚、河道整治等项目倾斜，同时业务模式由传统现汇项目向 PPP 投融资项目扩展，未来随着公司新承接业务和施工量的增加，公司业务将保持平稳发展。

中交疏浚（集团）股份有限公司（以下简称“中交疏浚”）对公司存续债券“18 天津航道 MTN001”提供全额不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信公开评级，中交疏浚主体长期信用等级为 AAA_{pi}，担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿还的安全性。

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“18 天津航道 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司拥有港口与航道工程施工总承包特级等资质，在疏浚吹填领域具有丰富经验，在环渤海地区拥有良好的品牌效应和市场认可度。
2. 公司作为国家级高新企业，研发创新能力较强，疏浚吹填船队实力雄厚，跟踪期内仍保持较大规模研发投入，为企业持续发展提供了基础与保障。
3. 跟踪期内，公司在手合同额较为充足，未

来业务量有所保障；同时，公司在融资方面得到股东支持。

4. 中交疏浚对公司存续债券“18 天津航道 MTN001”提供全额不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“18 天津航道 MTN001”本息偿还的安全性。

关注

1. 跟踪期内，受行业政策影响，公司收入快速下降。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，其中短期债务快速增长，目前公司整体债务负担较重且短期偿债压力大，虽公司在融资方面获得股东一定支持，但债务结构仍有待改善。
3. 公司存货、应收类款项和固定资产占比大，对资金周转造成一定压力，整体资产质量一般。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中交天津航道局有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中交天津航道局有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中交天津航道局有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

一、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及出资情况均未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 58.07 亿元，股东及实际控制人仍为中交疏浚（集团）股份有限公司（以下简称“中交疏浚”）。跟踪期内，中交疏浚股权情况有所变化（具体情况详见十、担保方分析）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司本部内设监察部、法律部、财务金融部、工程管理部等 11 个职能部门。公司合并范围子公司 18 个。

截至2018年底，公司合并资产总额359.58亿元，所有者权益合计99.60亿元（其中包含少数股东权益1.55亿元）；2018年，公司实现营业收入81.86亿元，利润总额4.03亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额365.44亿元，所有者权益合计99.27亿元（其中包含少数股东权益1.39亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入13.07亿元，利润总额0.04亿元。

公司注册地址：天津市河西区台儿庄路 41 号；法定代表人：钟文炜。

二、债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 年 6 月底，联合资信所评公司存续债券“18 天津航道 MTN001”余额为 10.00 亿元。跟踪期内，“18 天津航道 MTN001”尚未到付息日。

截至 2019 年 6 月底，“18 天津航道 MTN001”募集资金已使用 9.8 亿元，用于偿还金融机构借款。

表1 公司存续债券概况 （单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 天津航道 MTN001	10.00	10.00	2018/12/17	3+N

资料来源：联合资信整理

三、行业分析

1. 疏浚行业

港口和航道是水上运输的重要组成部分，是国家重要的基础性战略资源。作为国民经济的重要基础产业，港口和航道的发展取决于社会经济发展所带来的商品贸易及货物运输需求，与经济增长率、商品贸易增长率和港口货物吞吐量的增长有较高的相关性。从港口发展来看，港口货物吞吐量持续增长，2016~2018 年，全国主要港口货物吞吐量分别为 118.30 亿吨、126.44 亿吨和 133.45 亿吨。

疏浚工程主要包括基建疏浚和维护疏浚，其中基建疏浚指航道、码头、港口建设过程中的初步疏浚工程，目的是为航道创造合适的水域（面积及深度）或提升防洪标准或改善航道等级；维护疏浚指清理淤积在疏浚航道底部的沉积物，以维持或恢复沉积物出现所在地区域的水深。

以港口航道的基建疏浚为代表的疏浚工程是中国疏浚行业的发展基础。2017 年，全国基建疏浚量约为 16.9 亿立方米，同比增长 5.6%；2018 年全国基建疏浚量预测算在 17.9 亿立方米。

与基建疏浚不同，维护疏浚并不受港口航道建设的影响。不过，在港口、航道建设过程中的大规模基建疏浚完成后，对于回淤性港口必须通过定期维护疏浚的方式维持其设计水深

和通航尺度，因此维护疏浚业务继续保持一定增长。2017 年，我国维护疏浚工程疏浚量约为 10320 万立方米，2018 年疏浚量估算在 10729 万立方米。

政策方面，十三五规划强调发展海洋运输、建设和提升港口。建立临港工业区已成为趋势，国家级的钢铁、石化和造船企业将布局于此，从而进一步带动对海洋运输以及基建及维护疏浚的需求。此外，随着国内环保的发展，中国政府更加关注环境保护、河流、湖泊和航道的维护及治理，以支持持续的经济和商业活动。环保疏浚是近年新兴的产业，环保型挖泥船及相关技术越来越受重视。环保疏浚和传统工程疏浚不同的是，环保疏浚主要用来纠正以往的人类活动在某些情况下，所造成的严重污染和生态破坏等，是基于水利工程、环境工程和疏浚工程相结合的交叉学科而发展起来的一项朝阳工程技术。近年，环保疏浚的疏浚量呈上升趋势，疏浚项目的数量，分布广度都将增加，2017 年环保疏浚工程疏浚量约为 7400 万立方米，2018 年预计达 8000 万立方米。近几年，随着国民经济的不断发展，中国政府对环境治理的重视程度越来越高，投资力度也越来越大。环保疏浚行业为发展和壮大中国疏浚行业带来了无限前景。

2. 吹填造地行业

吹填造地能够有效地利用疏浚工程产生的疏浚土，是沿海地区造陆的重要手段，也是疏浚产业链的重要延伸。沿海地区是中国经济最为发达的区域，受到工业高速发展、城市快速扩张以及产业区域转移等因素影响，中国沿海地区土地资源日益紧缺，推动了吹填市场的快速发展。

在国内宏观经济增速放缓的背景下，大型吹填造地项目的上马能够有效带动投资的增长，亦能满足沿海地区机场扩建及向沿海地区转移人口的需求。政府项目的审批速度加快和需求的持续增长使得大型吹填造地项目明显增多，预期短期内吹填市场将出现一定程度的复苏。从中长期来看，沿海地区土地更加稀有、机场向沿海地区转移、以及临港工业区的建立，将持续推动吹填造地的增长。近年来中国实施的重大吹填工程包括：首都钢铁集团有限公司整体搬迁至唐山曹妃甸，一期工程造地面积 11.95 平方公里，计划总规模为 300 平方公里；上海芦潮港填海工程"临港新城"，其中填海造地面积约 133 平方公里，占临港新城规划总面积的 45%，填海支出 400 亿元；天津港在疏浚港口的同时吹填形成 30 平方公里人工岛等。2017 年，吹填疏浚工程量约为 14.22 亿立方米，仅次于基建疏浚量，2018 年疏浚量估算在 15.40 亿立方米。

3. 行业竞争格局

全球疏浚及吹填造地市场一般可分为两大类：开放市场及封闭市场。开放市场中，政府向国际投标方开放大多数国内疏浚项目，并欢迎国际投标方以具竞争力的价格提供先进的疏浚服务。中南美洲、欧洲、中东及非洲为主要的公开市场。封闭市场中，政府向国际投标方部分或完全不开放其国内疏浚及吹填造地市场，所有或大部分其国内疏浚项目将由国内大型公司承接。中国及美国为两大典型的封闭市场，亦为全球前两大疏浚及吹填造地市场。

国内疏浚及吹填造地市场相对封闭，且准入门槛较高。疏浚及吹填造地施工企业须具备必要的资质证明、牌照及证书，符合全国港口及航道工程施工承包资质的规定。疏浚及吹填造地施工需要大量资本投入，包括挖泥船及疏浚设备购买和维护升级，也需有充足的日常营运资金储备。中国疏浚及吹填造地市场由大型国有企业主导，产能较低的小型公司难以独自承接项目客户，新入行业的私营企业须与大型国有企业及政府实体建立良好的关系。同时，疏浚及吹填造地市场需要具备相应的技术水平，以保持市场竞争力。

中国的疏浚工程主要集中在交通、水利和

海军等部门，国内市场几乎被中交股份和长江航道局等国有企业垄断，国有企业的市份额接近 80%，是中国疏浚业的主力军，中交股份下属上海、广州、天津三家航道局在各区域市场上处于垄断地位，而民营企业几乎无一例外成为了其分包商。预计未来，一些市场需求高但较小的项目的开展，将为资本实力雄厚但规模较小的民营企业提供发展空间，但具备雄厚资本，先进技术及重大项目经验的疏浚企业仍将处于竞争的优势地位。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司股东及实际控制人均未发生变化，仍为中交疏浚。

2. 企业规模与竞争优势

公司资质较为齐全，具有较强的综合实力和竞争优势；跟踪期内，公司保持在科研方面的较大规模投入。

公司是中国第一家专业疏浚机构，在环渤海港口疏浚吹填领域拥有良好的品牌效应和市场认可度，拥有港口与航道工程施工总承包特级、地基与基础工程专业承包壹级、市政公用工程施工总承包叁级、水运行业设计甲级等资质。公司荣获国家优质工程金奖、交通部水运工程质量奖、詹天佑土木工程大奖等多项荣誉。

2018 年，公司投入科研经费 4.48 亿元，相当于公司当年收入的 5.48%；2019 年 1~3 月，公司投入科研经费 0.46 亿元，相当于公司当期收入的 3.52%。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员发生变动，均为正常人事变动；员工整体素质较高，能够满足公司日常经营需求。

跟踪期内，公司高管发生变动，原总经理、监事会主席因职位调动不再在公司任职，目前公司总经理暂时空缺，监事会主席由殷生担任；公司新聘任 3 位副总经理，分别是张军清、李汉江和张海军。

截至 2019 年 3 月底，公司高管共 9 名，分别为董事长、监事会主席、总工程师、总会计师各 1 人，副总经理 5 人。

张军清先生，汉族，1968 年 6 月出生，中共党员，高级工程师；毕业于河海大学航运及海洋工程系港口与航道工程专业，大学本科学历，工学学士学位，高级工程师；先后任中港建设总公司设计技术部助理工程师，巴基斯坦潮汐通道项目部工程师、项目经理，中港建设(集团)总公司计划经营部副主任、企划部总经理助理、副总经理兼信息中心主任，中国港湾南亚分公司总经理、孟加拉办事处经理，中国港湾工程管理部副总经理，中国港湾公司副总工程师、机电装备分公司总经理等，现任公司副总经理。

李汉江先生，汉族，1968 年 7 月出生，中共党员，高级工程师；先后毕业于重庆交通学院水港系港口及航道工程专业、长沙理工大学水利河海工程学院水利工程领域工程硕士专业，研究生学历；先后任公司一公司施工员，三处主管工程师、大连项目部副经理、生产科科长、副处长、总工程师，公司秦皇岛办事处主任，公司驻福州办事处主任，投资事业部总经理、党总支副书记，公司总经理助理，投资事业部总经理、党总支副书记等，现任公司副总经理。

张海军先生，满族，1981 年 4 月出生，中共党员，高级工程师；毕业于长沙理工大学河海系港口航道与海岸工程专业，大学本科学历，工学学士学位；先后任中港一航局一公司项目部技术员，东方建设(天津)防腐工程有限公司工程部经理，公司港珠澳大桥项目部总工程师、副总经理，南方公司副总经理、总工程师，港珠澳大桥项目部总经理，海南津港疏浚有限公司总工程师等，现任公司副总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司本部共拥有员工

264 人。按学历构成划分，公司员工中本科及以上学历 237 人，大专学历 25 人，高中及以下学历 2 人；按年龄构成划分，30 岁以下的 58 人，30 至 50 岁的 162 人，50 岁以上的 44 人；从岗位构成来看，拥有高级职称 99 人，拥有中级职称的 85 人，拥有初级职称的 68 人。

总体看，公司高管变动属于正常变动范畴，未对公司经营造成重大影响，新任高管管理经验丰富；公司目前员工学历较高、结构合理，能够满足公司日常经营需要。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，过往债务履约记录良好。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1012010300194690N），截至2019年6月11日，公司无已结清或未结清的不良信贷记录，有1笔欠息记录（2018年1月），主要系系统原因导致自动扣款失败所致，目前已还清。公司过往债务履约情况良好。

截至2019年7月14日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度等方面无重大变化，执行情况良好。

六、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入规模快速下降，收入结构仍以港口航道疏浚、吹填造地为主。

跟踪期内，公司主营业务收入快速下降，结构仍以疏浚吹填和港口水工为主。2018年，公司实现主营业务收入80.74亿元，同比下降34.56%，其中疏浚吹填和港口水工收入均快速下降，分别下降至39.25亿元和27.89亿元。公司市政工程板块收入快速增长，2018年同比增长72.12%至12.84亿元。

2018年，公司主营业务毛利率较上年维持稳定。其中，疏浚吹填业务毛利率同比下降9.1个百分点至15.54%；港口水工毛利率同比增长14.54个百分点至27.18%；市政工程板块毛利率同比下降35.40个百分点至14.42%。

2019年1~3月，公司实现主营业务收入12.83亿元，相当于2018年全年的15.89%，同期同比基本保持稳定；当期，公司主营业务毛利率较上年底有所下降，为12.42%。

表2　公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
疏浚吹填工程	52.30	42.39	24.64	39.25	48.62	15.54	6.76	52.68	8.18
港口水工工程	63.12	51.16	12.64	27.89	34.55	27.18	3.41	26.57	17.63
勘察设计及咨询	0.32	0.26	39.82	0.75	0.92	38.86	0.14	1.07	-4.2
工业制造	0.18	0.15	-366.38	--	--	--	--	--	--
市政工程	7.46	6.05	49.82	12.84	15.91	14.42	2.52	19.67	17.66
合计	**123.38**	**100.00**	**19.49**	**80.74**	**100.00**	**19.49**	**12.83**	**100.00**	**12.42**

资料来源：审计报告及公司提供

2．业务经营分析

跟踪期内，受监管政策影响，公司疏浚吹填和港口水工业务收入快速下降，勘察设计及咨询收入规模很小，公司暂停工业制造业务，市政工程业务收入快速增长。

（1）疏浚吹填

疏浚吹填是公司的优势业务，主要包括港

口航道疏浚和吹填造地。疏浚港口、航道得到的泥沙等原材料可供吹填造地使用，有效节约成本。

2018 年，公司疏浚吹填板块收入规模快速下降 24.95%至 39.25 亿元，主要受吹填造地审批、环保督查、PPP 项目审查等监管政策继续保持高压态势影响，疏浚吹填市场整体回暖迹象不明显。受政策影响，环渤海吹填市场萎缩，传统港口、疏浚吹填业务收入相较 2017 年快速下降。

截至 2019 年 3 月底，公司重大在建疏浚吹填项目合同金额合计 96.72 亿元，已投资 53.82 亿元。业主单位多为各省市港务集团及其市政建设单位。目前，大部分工程超出计划完工年限仍未完工主要系项目涉及海域使用权审批，近年来渤海湾地区受限于生态环保综合治理暂缓了相关证照的办理工作，导致工程整体进度有所停滞。因上述原因产生的额外成本（包括融资成本）由公司自行承担。

表3　截至2019年3月底公司重大在建疏浚吹填项目情况　（单位：亿元、%）

合同名称	工程类型	业主单位	合同起始日期	总合同金额	已投资金额	已回款金额	完工进度
三亚新机场临空国际旅游商贸区填海工程1标段	施工	三亚新机场投资建设有限公司	2016-12-01	21.94	8.55	3.65	43.12
烟台港西港区30万吨级航道工程	施工	烟台港集团有限公司	2012-10-15	13.40	9.14	10.31	82.54
福州台商投资区松山A片区基础设施项目（TZ）	PPP	福州台商投资区中交投资有限公司	2016-04-25	12.04	7.61	6.23	66.22
江苏启东吕四港区环抱式港池PPP项目（TZ）	PPP	中交投资开发启东有限公司	2015-09-25	11.70	7.97	7.99	78.36
天津港大港港区50000吨级航道二期工程	施工	天津市南港工业区开发有限公司	2015-03-01	9.58	7.35	9.30	100
莆田市石门澳区域建设用海围海造地起步工程	施工	国投湄洲湾产业园开发有限公司	2010-10-08	8.71	8.5	8.10	96.63
疏浚工程（基建维护）-潍坊港西港区5000吨级航道工程（TZ）	PPP	寿光市中交港投港口管理有限公司	2017-4-27	8.28	1.43	0.46	27.84
吹填造地工程-深圳市海洋新兴产业基地陆域形成工程2a标段施工	施工	深圳市特区建设发展集团有限公司	2018-08-01	11.07	3.27	0.74	33.55
合计				**96.72**	**53.82**	**46.78**	**--**

注：表中所列的PPP项目合同金额仅为公司承担的部分工程的合同金额
资料来源：公司提供

公司拥有大、中型耙吸挖泥船、绞吸挖泥船、自航绞吸挖泥船、抓斗挖泥船、反铲挖泥船和接力泵船多种类型的船舶共计 47 艘，公司具有较强的疏浚吹填能力。

表4　截至2019年3月底公司主要船机设备情况

船舶类型	数量(艘)	总功率(kw)	舱容、斗容(m^3)/生产量(m^3/h)
耙吸挖泥船	8	124265	86453m^3
绞吸挖泥船	32	301957	88200m^3/h
自航绞吸挖泥船	2	45863	10500m^3/h
抓斗挖泥船	3	6284	63m^3
反铲挖泥船	1	3710	20m^3
接力泵船	1	8486	3500m^3/h
合计	**47**	**490565**	**--**

资料来源：公司提供

2018 年，公司在疏浚吹填业务上分别投入资金 33.15 亿元，当年实际收到工程款 41.99 亿元；2019 年 1~3 月，公司在疏浚吹填业务上分别投入资金 6.21 亿元，当期实际收到工程款

10.62 亿元。跟踪期内，公司在疏浚吹填业务上的投入有所下降，实际现金回流情况良好。2019 年 3 月底，公司存货中疏浚吹填业务形成的已完工未结算金额为 35.28 亿元。

目前国内环保疏浚市场发展前景广阔，公司顺应政策引领，正在进行转型升级，逐步进军环保疏浚领域。公司依托行业领先的技术水平和丰富的工程管理经验陆续承揽了白洋淀、成都两江、滇池、永定河等以环保疏浚为核心的大型水域综合治理项目，截至 2019 年 3 月底，公司已签订环保疏浚项目共 6 个，总合同额 5.39 亿元，环保疏浚项目相较于传统疏浚项目规模较小。

（2）港口水工工程

公司除了疏浚吹填传统业务外，在码头建造、软基处理、护岸建造、防波堤拆建、围堰修建、船台和船坞建造等与疏浚吹填相关的港口水工领域也广泛参与。

2018 年，公司港口水工收入同比快速下降 55.81%至 27.89 亿元，主要受政策和行业周期性影响，市场需求下滑，公司部分新签合同落地困难以及项目进展较慢影响。2018 年，公司在港口水工业务上投入 20.31 亿元，当年实际收到工程款 29.84 亿元；2019 年 1~3 月，公司在港口水工业务上投入 2.80 亿元，当期实际收到工程款 5.28 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司存货中港口水工业务形成的已完工尚未结算金额 17.20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在建重大港口水工项目合同金额合计 49.14 亿元，已投资 25.84 亿元。

表5　截至2019年3月底公司重大在建港口水工项目情况 （单位：亿元、%）

合同名称	工程类型	业主单位	合同起始日期	总合同金额	已投资金额	已回款金额	完工进度
海口湾南海明珠人工岛二期工程	施工	海南金海湾投资开发有限公司	2013-07-25	11.85	11.36	12.53	99.72
中国海南省三亚市凤凰岛国际邮轮港二期工程	施工	三亚凤凰岛国际邮轮港发展有限公司	2012-04-10	11.78	10.34	4.36	99.68
汕头市东部城市经济带市政基础设施建设项目第四合同段工程	施工	中交股份总承包分公司	2013-09-16	7.83	2.61	2.44	37.09
港口工程-长江干线武汉至安庆段6米水深航道整治工程（Ⅳ标段）	施工	长江航道局	2018-10-26	3.61	0.18	--	5.52
港口工程-吉首市“峒河-万溶江”及农村河道综合治理工程（HB＼TZ）	PPP	吉首中交水利建设发展有限公司	2018-04-20	7.50	0.44	0.11	6.57
港口工程-烟台港西港区液体化工仓储中心项目、冷能加工区及冷链物流区陆域形成工程	施工	烟台港集团有限公司	2018-09-29	6.57	0.91	--	19.58
合计				**49.14**	**25.84**	**19.44**	--

资料来源：公司提供

（3）勘察设计及工业制造

公司勘察设计及咨询收入规模很小，2018 年为 0.75 亿元，对收入及利润贡献较小。跟踪期内，公司正式停止生产船舶，子公司天津中交博迈科海洋船舶重工有限公司正在办理清算事宜，未来公司不再继续工业制造业务。

（4）市政工程

公司市政工程业务主要从事河道整治、环境治理等工程，公司涉及该类业务的时间较短，模式为工程总承包模式，目前整体收入规模不大，但金额逐年增长且在主营业务收入中的占比提升较快。2018 年，公司实现市政工程收入 12.84 亿元，同比增长 72.12%，毛利率下降 35.4 个百分点至 14.42%，主要系当年确认收入的市政工程以毛利率偏低的项目为主。

截至 2019 年 3 月底，公司在建市政项目

总合同金额 9.81 亿元，已投资 2.66 亿元。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在建市政项目　（单位：万元、%）

合同名称	工程类型	业主单位	合同起始	总合同额	已投资额	已回款额	完工进度
福州台商投资区松山 A 片区基础设施项目（滨江路）	施工	中交第四航务工程局有限公司	Apr-16	60000.00	13586.14	9173.00	23.68
雄安新区 10 万亩苗景兼用林建设项目施工总承包第三标段	施工	中国雄安建设投资集团有限公司	Mar-18	23281.99	5109.36	0.00	65.08
雄安新区 9 号地块一区造林项目 EPC 总承包第四标段	施工	中国雄安建设投资集团有限公司	Dec-17	9448.36	5399.91	2121.64	64.65
金茂天津河东—热电项目污染土修复工程	施工	天津津辉置业有限公司	Apr-17	2760.60	1054.73	2824.75	98.36
官渡区河道水质提升工程	施工	昆明市官渡区水务局	Jun-17	2600.00	1422.80	1172.89	62.36
合计				**98090.95**	**26572.94**	**15292.28**	**--**

资料来源：公司提供

（5）新签合同情况

跟踪期内，公司新签合同额有所下降，业务类型结构有较大整，项目储备充足，能够为公司的发展提供良好的支撑。

2018 年，公司国内新签合同额 171.51 亿元，同比下降 12.14%。新签合同业务结构有较大变化，其中国内业务疏浚吹填新签合同快速下降，2018 年为 45.40 亿元，公司业务向港口水工和市政工程倾斜，2018 年国内业务分别新签合同 45.19 亿元和 80.54 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司在手未完工合同总额 274.09 亿元，未来业务体量较为充足，能够为公司的发展提供良好的支撑。

表 7　公司新签合同额情况（单位：亿元）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	国内	国外	合计	国内	国外	合计	国内	国外	合计
疏浚吹填	128.25	26.72	**154.97**	45.40	22.88	**68.28**	5.23	0.23	**5.45**
港口水工	25.35	8.99	**34.34**	45.19	13.92	**59.11**	0.78	--	**0.78**
勘察设计及咨询	2.05	--	**2.05**	0.38	--	**0.38**	0.01	--	**0.01**
工业制造	0.04	--	**0.04**	--	--		---	--	--
市政工程	39.51	0.04	**39.55**	80.54	2.36	**82.90**	0.70	--	**0.7**
合计	**195.20**	**35.75**	**230.95**	**171.51**	**39.16**	**210.67**	**6.72**	**0.23**	**6.95**

注：新签合同额仅为传统现汇项目，不包括投资类项目

资料来源：公司提供

（6）重点投融资项目

除了传统现汇项目，公司同时作为社会资本方承接 PPP 项目，通过绝对控股、相对控股或小比例参股设立项目公司，同时，由项目公司与公司签订工程施工合同。项目建成之后由项目公司运营一段时间之后移交给政府，公司参与 PPP 项目形成的收入主要来自项目公司投资回报及工程施工获得的工程款收入。

公司对 PPP 项目公司的注资计入“长期股权投资”，PPP 项目具体结算方式和工程款支付方式根据具体的合同签订有所不同，但绝大部分回款周期均较长，因此已结算尚未收到的工程款大部分均体现在“长期应收款”。

截至 2019 年 3 月底，公司累计签订协议 PPP 项目 12 个，总投资规模 167.41 亿元，以上项目均纳入当地省政府 PPP 项目库。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司已与政府签订投资协议的 PPP 项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目公司名称	业主	持股比例	总投资	已投资
内蒙古赤峰市林西县河道治理与环境改善 PPP 项目	赤峰中交投资建设发展有限公司	林西县城乡统筹有限责任公司	51	6.54	0.51
山东省东营市东营港广利港区防波堤航道 PPP 项目	东营广利港中交港湾建设有限公司	东营广利港开发建设有限责任公司	80	13.09	2.62
云南省玉溪市江川区星云湖污染底泥疏挖及处置工程	玉溪中交星云湖环境治理有限公司	江川县国有资产经营有限责任公司	95	8.55	1.00
汾河流域交城县磁窑河与瓦窑河生态修复治理 PPP 项目	中交(交城)投资建设有限公司	交城玄中投资管理有限责任公司	90	9.23	1.09
启东市吕四港区环抱式港池项目	中交投资开发启东有限公司（共管）	启东沿海开发有限公司	48	20.00	2.15
台商投资区松山 A 片区基础设施项目	福州台商投资区中交投资有限公司	福州台商投资区开发建设有限公司	70	26.60	3.08
山东省潍坊市寿光市潍坊港西港区 5000 吨级航道工程 PPP 项目	寿光市中交港投港口管理有限公司	寿光市港投控股集团有限公司	90	10.00	0.70
广西壮族自治区贵港市郁江两岸综合治理工程 PPP 项目	贵港中交投资发展有限公司（共管）	贵港市建设投资发展有限公司	35	20.00	0.35
吉首市“峒河-万溶江”河道综合治理及农村河道治理工程	吉首中交水利建设发展有限公司	吉首市吉利水务建设有限责任公司	51	9.62	0.16
河北省沧州市渤海新区黄骅港综合港区防波堤延伸及码头建设项目	沧州渤海新区天航建工港口建设管理有限公司	沧州港务集团有限公司	57	25.21	2.03
云南省昆明市宜良县流域综合治理及水利设施建设工程 PPP 项目	中交(宜良)投资建设发展有限公司（参与）	宜良县水务局	26	9.20	0.21
怀集县整县推进生活污水处理设施建设 PPP 项目	中交（怀集）水务有限公司（参与）	怀集县水务局	15	9.37	0.12
合计		--	--	**167.41**	**14.02**

注：1、PPP 项目总投资额为整个项目的全部费用总和，包括建设安装费、设备购置费、前期费、其他费、建设期利息等。对公司与其他公司共同组成联合体投参与的项目，上表中总投资额不只是公司需支出的部分；2、已投资额为公司对项目公司注资
资料来源：公司提供

（7）海外项目

2015 年，公司取得独立对外经营权，但中交股份统筹大海外战略，以中港集团总公司、中国路桥、中交集团等集团化品牌对外统一承揽项目，然后在集团内部分配。目前，公司海外业务主要集中于俄罗斯、中东和东南亚等地区。

公司海外业务收入主要来自疏浚吹填工程和港口水工工程，2018 年海外业务实现收入 16.51 亿元，较上年小幅下降。

表 9　公司海外业务形成收入明细（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
疏浚吹填工程	10.71	6.61	3.13
港口水工工程	7.09	9.90	0.06
合计	**17.80**	**16.51**	**3.19**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建的海外项目主要为疏浚吹填工程项目，在建项目总合同金额 72.18 亿元，已投资 36.36 亿元，累计确认收入 38.37 亿元。

3．经营效率

2018 年，公司存货周转次数、总资产周转次数和销售债权周转次数同比均有所下降，分别为 1.04 次、0.25 次和 1.55 次，公司整体经营效率一般。

4．未来发展

未来公司将重点向海外、环保业务倾斜，激发两大业务增长活力，以“大海外”和“大环保”为主要引擎拉动增长，以投资业务引导经营结构的转变，拉动公司转型升级和差异化发展。

公司将持续完善传统与新兴两个市场。在做好传统市场经营工作、资源整合的同时，发挥产业链优势，创新经营理念，寻求新兴市场增量。在国家加大环境整治、河湖流域治理力度的背景下，公司未来资源将逐步向环保疏浚、河道整治、海岛建设倾斜。业务模式方面，基于发展需要，公司将继续推进 PPP 项目的承接力度，未来投融资业务会继续发力。

统筹沿海和内陆两个市场，面向全国划分经营区域和责任单位。同时，对接中交疏浚集团，进一步完善海外市场布局，优化海外经营网络，选好配强海外经营人员。公司在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，到 2020 年新签合同额超过 400 亿元，营业收入力争超过 300 亿元。总体规模和效益在中交疏浚处于领先地位。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年度合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年，公司合并范围新增 3 家子公司，同时注销 2 家子公司，2019 年一季度合并范围子公司未发生变化，截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 18 家，合并范围变化对财务数据影响小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产中存货、应收类款项以及固定资产占比大，对公司资金周转造成一定压力，资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 359.58 亿元，同比增长 22.56%。其中流动资产占比 60.10%，非流动资产占比 39.90%，公司资产仍以流动资产为主，且占比有所提升。

表 10　公司主要资产结构　（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	39.09	13.32	58.02	16.14	58.55	16.02
其他应收款	16.55	5.64	13.53	3.76	18.07	4.94
存货（含合同资产）	60.58	20.65	66.40	18.47	67.32	18.43
一年内到期的非流动资产	29.50	10.06	44.13	12.27	41.04	11.23
流动资产	**161.17**	**54.93**	**216.09**	**60.10**	**218.78**	**59.87**
长期股权投资	23.55	8.03	26.62	7.40	27.67	7.57
长期应收款	43.37	14.78	50.99	14.18	53.79	14.72
固定资产	48.03	16.37	44.99	12.51	44.25	12.11
非流动资产	**132.22**	**45.07**	**143.50**	**39.90**	**146.66**	**40.13**
资产总额	**293.39**	**100.00**	**359.58**	**100.00**	**365.44**	**100.00**

注：分类数加总与合计数不一致主要系四舍五入所致

资料来源：公司财务报表

截至 2018 年底，公司流动资产 216.09 亿元，同比增长 34.07%，增长主要来自货币资金、应收账款和一年内到期的非流动资产。截至 2018 年底，公司货币资金同比增长 69.95%至 13.57 亿元，其中使用受限的部分为 0.91 亿元，主要为诉讼冻结款项和银行承兑汇票保证金。公司应收账款 58.02 亿元，同比增长 48.43%，2017 年公司较多通过采取保理业务等金融资产转移方式终止确认应收账款，以及与客户签订协议冲抵应收账款与债务。2018 年，公司通过资产支持证券计划等方式终止确认应收账款同比有所减少导致当年应收账款快速增长。

公司计提坏账准备 7.78 亿元，计提比例为 11.82%，坏账计提准备充分，当年收回坏账准备 3.08 亿元。从账龄来看，1 年以内的占比 46.46%，1~2 年的占比 26.86%，2~3 年的占比 5.50%，3 年以上的占比 21.18%，综合账龄较长。从集中度来看，按欠款方归集的前五名金额合计 27.14 亿元，占应收账款总额的 41.25%，集中度一般。其中，对中交集团内部应收款项 20.82 亿元，主要系中交集团总承包的项目分包给公司，相应的工程款尚未结算。总体来看，近年来受业主资金紧张影响，公司应收账款在流动资产中占比较大，对资产流动性产生一定影响。

截至 2018 年底，公司预付款项项 7.24 亿元，同比增加 5.34 亿元，主要为公司预付未到期未结算的材料款等。公司其他应收款 13.53 亿元，同比下降 18.25%，主要系应收中交疏浚代垫款收回所致。公司其他应收款主要为股权转让款和履约保证金等。公司存货 66.40 亿元，同比增长 9.61%，其中已完工未结算款 55.81 亿元。公司一年内到期的非流动资产 44.13 亿元，同比增长 49.58%，其中一年内到期的长期应收款 37.70 亿元，一年内到期的质保金 6.43 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 143.50 亿元，同比增长 8.53%。其中，公司长期股权投资 26.62 亿元，同比增长 13.01%，主要为公司对中交系统下合营和联营企业的投资。公司长期应收款 50.99 亿元，同比增长 17.58%，主要系 PPP 合同等长期应收款项增长所致。公司长期应收款中 PPP 合同等长期应收款项 38.96 亿元，收款期一年以上的工程款 8.39 亿元。公司固定资产 44.99 亿元，同比下降 6.34%，主要由房屋及建筑物、机器设备和船舶组成。其中，船舶账面价值占固定资产的 89.84%。截至 2018 年底，公司船舶累计计提折旧 34.97 亿元。船舶折旧成本和维护保养成本可能对公司资金造成一定压力。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 5.34 亿元，同比增加 4.12 亿元，主要为质保金。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 8.32 亿元，占公司净资产的 8.35%。其中用于质押借款的长期应收款 5.02 亿元，用于质押借款的应收账款 2.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 365.44 亿元，较上年底小幅增长 1.63%，各科目变化均不大。

3. 资本结构

2018 年，公司所有者权益规模有所增长，主要系发行可续期中期票据，整体权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益 99.60 亿元，同比增长 11.64%。其中实收资本和资本公积均未发生变化。截至 2018 年底，公司新增其他权益工具 9.98 亿元，主要系公司发行“18 天津航道 MTN001”所致。从构成来看，实收资本占 59.23%、其他权益工具占 10.18%、盈余公积占比 6.36%、未分配利润占比 23.09%。公司未分配利润占比高，权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 99.27 亿元，较上年底基本保持稳定。

跟踪期内，公司有息债务持续增长，其中短期债务快速增长，且占比大幅提升。目前公司整体债务负担较重且短期偿债压力大，公司债务结构有待改善。但股东给予的融资支持在一定程度上降低了公司的偿债压力。

截至 2018 年底，公司负债总额 259.98 亿元，同比增长 27.34%。其中流动负债占比 91.95%，非流动负债占比 8.05%，公司负债以流动负债为主，且占比有所提升。

表 11　公司负债结构（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	41.05	20.11	49.36	18.99	61.05	22.94
应付票据	16.81	8.23	24.61	9.47	23.01	8.64
应付账款	77.17	37.80	87.42	33.63	79.84	30.00
其他应付款	9.70	4.75	52.19	20.07	40.90	15.37
一年内到期非流动负债	12.17	5.96	11.32	4.35	10.22	3.84
流动负债合计	**178.28**	**87.32**	**239.04**	**91.95**	**246.07**	**92.45**
长期借款	14.56	7.13	7.11	2.73	6.60	2.48
长期应付款	7.92	3.88	9.87	3.80	9.47	3.56
非流动负债合计	**25.89**	**12.68**	**20.94**	**8.05**	**20.11**	**7.56**
负债合计	**204.17**	**100.00**	**259.98**	**100.00**	**266.17**	**100.00**

资料来源：公司财务报表

截至 2018 年底，公司流动负债 239.04 亿元，同比增长 34.08%，主要系其他应付款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司短期借款 49.36 亿元，同比增长 20.24%，主要为信用借款。公司应付票据 24.61 亿元，同比快速增长 46.45%，主要系结算需求增加所致，应付票据全部为银行承兑汇票。公司应付账款 87.42 亿元，同比增长 13.27%，主要系未到结算付款期的工程款项，账龄主要在 2 年以内。公司新增合同负债 8.18 亿元，其中预收工程款 3.22 亿元，已结算未完工 4.95 亿元。公司其他应付款 52.19 亿元，同比大幅增加 42.48 亿元，主要系集团内部往来款大幅增加所致，为公司使用中交疏浚发债资金形成。截至 2018 年底，公司其他应付款中集团内部往来款 37.00 亿元。受新准则影响，公司将应付股利计入其他应付款，截至 2018 年底，公司其他应付款中应付股利 11.35 亿元。公司一年内到期的非流动负债 11.32 亿元，同比下降 7.04%，其中一年内到期的长期借款 1.01 亿元，一年内到期的长期应付款 10.30 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 20.94 亿元，同比下降 19.12%。其中，长期借款 7.11 亿元，同比下降 51.14%，以质押借款为主。公司长期应付款 9.87 亿元，同比增长 24.57%，其中长期应付款 9.76 亿元，专项应付款 0.11 亿元。公司长期应付款主要为应付融资租赁费、工程款及质保金。其中包含对中交股份内部金融机构的融资租赁款 2.32 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 266.18 亿元，同比小幅增长 2.38%。其中，公司短期借款 61.05 亿元，较上年底增长 23.90%。应付账款 23.01 亿元，较上年底下降 6.50%。其他流动负债 7.10 亿元，较上年底增长 37.98%，全部为待转销项税额。其他主要科目变化较小。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 92.40 亿元，同比增长 9.24%，其中短期债务占比 92.30%。考虑将长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务计算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 94.82 亿元，其中短债债务 85.29 亿元，同比增长 21.79%；调整后长期债务 9.53 亿元，同比下降 54.35%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 72.30%、48.77%和 8.73%。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 103.08 亿元，较上年底增长 8.71%。其中短期债务 94.28 亿元，较上年底增长 10.54%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 72.84%、50.94%和 8.15%。

跟踪期内，公司整体债务负担较重，且短期债务规模持续增长，在全部债务中占比进一步提高，公司债务结构有待改善，短期偿债压力大。考虑到公司计入权益的可续期中期票据，公司实际债务负担水平高于测算值。公司从中交疏浚以及中交集团内金融机构中获得的贷款规模合计 43.95 亿元，其中 1 年以内的为 39.95 亿元，该部分债务在实际操作上存在长期灵活续借的可能性，在一定程度上降低了公司偿债压力。2018 年以前，中交股份给予公

司的借款利率一般是基准利率下浮 10%，中交疏浚的是基准利率下浮 15%，但 2018 年开始利率均增长至基准利率下浮 5%。融资租赁方面利率无特别优惠。

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速下降，整体盈利能力一般，期间费用控制能力有待增强。

2018 年，公司营业收入 81.86 亿元，同比下降 89.45%，主要系疏浚吹填和港口水工收入均快速下降所致。当年，公司营业利润率 19.19%，较上年基本保持稳定。

2018 年，公司发生期间费用 8.22 亿元，同比大幅减少 8.23 亿元，公司期间费用率为 10.04%，较上年下降 3.24 个百分点，其中管理费用减少 6.82 亿元至 5.79 亿元，主要系公司将研发费用从管理费用中调出单独列示。考虑到研发费用，2018 年公司期间费用增至 12.70 亿元，较上年底减少 3.74 亿元，期间费用率为 15.52%，期间费用对公司利润侵蚀较大。

受营业收入快速下降影响，2018 年，公司实现利润总额 4.03 亿元，同比减少 2.27 亿元。从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 3.48%和 3.29%，整体盈利能力一般。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.07 亿元，相当于 2018 年全年的 15.96%。同期，公司营业利润率为 12.71%，较上年下降 6.48 个百分点。公司实现利润总额 352.58 万元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司收现质量尚可；受 PPP 项目政策变动影响，2018 年公司投资规模有所下降但仍保持较大规模，公司资金仍主要通过外部融资解决，跟踪期内外部融资规模持续扩大。

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入量 112.20 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 81.09 亿元，同比下降 39.41%，主要受收入下降影响。当年，公司现金收入比 99.05%，收现质量尚可。公司收到其他与经营活动有关的现金 30.97 亿元，同比大幅增长 139.28%，主要系公司集团内往来款增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出 108.66 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 71.96 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 23.80 亿元，主要为投标保证金支出、支付的保理本金利息及兑付银行承兑汇票支付的现金。2018 年，公司经营活动现金流净额 112.20 亿元。

投资活动现金流方面，2018 年公司投资活动现金流入规模较小，为 0.31 亿元，其中收回投资收到的现金 0.22 亿元，为处置子公司股权形成。公司投资活动现金流出 8.38 亿元，同比下降 30.61%，主要系 2018 年 PPP 项目政策变动导致公司投入规模有所下降。当年，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.08 亿元，持续净流出。

公司筹资活动前净现金流为-4.53 亿元，需要通过外部融资来平衡资金投入。2018 年，公司筹资活动现金流入 117.91 亿元，同比增长 46.80%，其中取得借款收到现金 100.42 亿元（包含发行债券取得的现金），收到其他与筹资活动有关的现金 7.50 亿元，主要为中交疏浚因发行债券分配给公司的现金流入。当年，公司偿还债务支付的现金 100.33 亿元，筹资活动现金净流量为 9.41 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 30.42 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 19.79 亿元，现金收入比为 151.45%，经营活动现金流量净额为-0.93 亿元；投资活动产生的现金流净额为-1.34 亿元；公司取得借款收到的现金 28.57 亿元，筹资活动现金流量净额为 1.76 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债压力大，但考虑到公司项目获取能力强、间接融资渠道畅通以及股东支

持，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为90.40%和62.62%，经营流动负债比为1.48%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率较上年底有小幅下降，分别为88.91%和61.55%。跟踪期内，公司债务结构以短期债务为主并持续增长，现金类资产对短期债务的保障很低，2018年底和2019年3月底覆盖程度分别为23.97%和19.61%。总体看，公司短期债务规模大，短期偿债压力大。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为10.99亿元，同比下降2.63亿元。同期，公司调整后全部债务/EBITDA为8.63倍，EBITDA/利息倍数为2.84倍。跟踪期内，公司长期偿债能力有所下降。

总体看，公司短期偿债压力大，但考虑到公司项目获取能力强，现金回流情况良好，以及公司债务中包含股东内部金融机构的融资款，在实际操作上存在长期灵活续借的可能性，公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 438.30 亿元，已使用授信额度 99.93 亿元，未使用授信额度 342.03 亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 339.23 亿元，同比增长 24.14%，占合并口径的 94.34%，母公司资产构成与合并口径资产构成基本一致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 83.15 亿元，同比增长 18.90%，占合并口径的 83.48%。其中，实收资本 58.17 亿元，其他权益工具 9.98 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 256.08 亿元，同比增长 25.94%，占合并口径的 98.50%，构成与合并口径负债基本一致。

2018 年，母公司实现营业收入 63.52 亿元，同比下降 32.83%，占合并口径营业收入的 77.60%。母公司实现营业利润率 13.94%，利润总额 4.26 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额为 5.20 亿元；投资活动现金流量净额-6.52 亿元；筹资活动现金流量净额 7.37 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 6 月底，公司无短期债券偿付压力，公司存续债券偿还压力较小。

截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 10.00 亿元，无一年内到期的应付债券。2021 年将达到待偿债券本金峰值 10.00 亿元（“18 天津航道 MTN001”）。2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 112.20 亿元、3.55 亿元和 10.99 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	11.22
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.10

资料来源：联合资信整理

截至2019年6月底，公司存续债券余额10.00亿元，2018年，公司经营活动现金流入量未来待偿还债券本金峰值保障程度很高，公司存续债券偿还压力较小。

十、担保方分析

公司存续债券“18 天津航道 MTN001”由中交疏浚提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

中交疏浚概况

中交疏浚成立于 2015 年 5 月 7 日，由中国

交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）作为主发起人，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批复同意设立的专业化子集团。公司初始注册资本 5000 万元，其中中国交建持有公司 99.90%的股份，是公司的控股股东。2019 年 6 月 18 日，中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）发布《中国交通建设股份有限公司关于子公司中交疏浚（集团）股份有限公司股份转让及增资暨关联交易公告》称，中国交建拟通过在产权交易所公开挂牌转让所持中交疏浚的股份方式为中交疏浚引入战略投资者，拟转让所持中交疏浚的股份总数不超过 5519895784 股。本次交易及上述进场交易完成后，中交疏浚的股份总数为 13799739462 股，其中，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）持有中交疏浚 5519895785 股， 占 40.00%；中国交建及中国路桥工程有限责任公司（以下简称“中国路桥”）持有中交疏浚的股份数量不低于 2759947893 股，持股比例不低于 20.00%；通过进场交易方式引入的战略投资者持有的中交疏浚的股份数量不高于 5519895784 股，持股比例不高于 40.00%。届时，中交集团直接和间接持有中交疏浚股权比例不低于 60.00%，成为中交疏浚的控股股东，中国交建对中交疏浚不再合并报表。

截至 2018 年底，中交疏浚合并资产总额 950.39 亿元，所有者权益合计 327.90 亿元；2018 年，中交疏浚实现营业收入 342.28 亿元，利润总额 15.53 亿元。

中交疏浚经营分析

中交疏浚在国内疏浚、吹填造地以及相关行业拥有绝对竞争优势，具备市场领导地位，同时在手合同额较为充足，能够对未来业务的发展提供良好支撑。

中交疏浚主要从事疏浚、吹填造地业务，并兼营浚前浚后服务业务和环保和海工业务。2018 年，疏浚和吹填造地业务仍是中交疏浚收入和利润的主要来源，在营业收入和毛利润中的合计占比均超过 65%，浚前浚后服务业务收入占比有所提升，为中交疏浚收入及利润提供重要补充。

2018 年，中交疏浚营业收入同比下降 1.02%，为 342.28 亿元，主要是传统疏浚和吹填造地业务收入减少所致，其中疏浚业务和吹填造地收入同比分别降低 32.01%和 8.05%，主要是受国家环保督察、海洋督察及围填海管控升级等影响，国内传统疏浚业务、吹填造地业务萎缩严重；浚前浚后服务及环保和海工业务收入同比分别增长 11.22%和 28.64 亿元，得益于中交疏浚加强海外业务的拓展，将传统市场延伸到新兴市场，积极扩张浚前浚后和环保及海工业务。

毛利率方面，2018 年，中交疏浚综合毛利率同比小幅增加 0.26 个百分点，除了浚前浚后服务业务毛利率同比减少 4.25 个百分点以外，疏浚、吹填造地以及环保和海工业务毛利率同比分别增加 2.63、2.46 和 2.69 个百分点，一方面是由于中交疏浚内部加强了船舶的管理，减少了船舶外部租赁，使得 2018 年船舶的闲置率有所降低，另一方面是 2018 年新开工的项目释放了产能。

表 13　2017~2018 年中交疏浚营业收入结构（单位：亿元、%）

科　目	2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
疏浚	143.53	41.51	11.61	111.52	32.58	14.23
吹填造地	121.53	35.14	17.71	111.75	32.65	20.17
浚前浚后服务	62.95	18.20	16.08	70.01	20.45	11.83
环保海工及贸易	22.54	6.52	0.46	51.18	14.95	3.15
其他	2.13	0.62	33.60	3.02	0.88	39.43
抵消	-6.87	-1.99	0.00	-5.19	-1.52	0.00

合计	**345.82**	**100.00**	**14.21**	**342.28**	**100.00**	**14.46**

注：分部间抵消主要来自一个分部向另一个分部提供的分部间服务。
资料来源：中交疏浚审计报告

截至 2018 年底，中交疏浚疏浚产能约为 7.86 亿立方米，位居世界第一，仍是世界最大的疏浚企业。同时中交疏浚拥有全球最大的疏浚船队，耙吸船和绞吸船规模位居世界首位；截至 2018 年末，共拥有 103 艘疏浚船舶和 89 艘辅助船等各类船舶，其中包括 34 艘耙吸挖泥船（总产能 3.07 亿立方米）、60 艘绞吸挖泥船（总产能 4.52 亿立方米，包括小型环保挖泥船产能 0.07 亿立方米）、9 艘斗式挖泥船（总产能 0.27 亿立方米），此外中交疏浚拥有国内 9 项港口与航道工程施工总承包特级资质。

2018 年，中交疏浚新签合同总额为 570.44 亿元，同比增长 2.55%，其中疏浚业务和吹填造地业务板块新签合同额均有所减少，环保和海工板块新签合同额快速增长。

表 14　中交疏浚新签合同情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
疏浚	194.00	131.54
吹填造地	224.63	43.44
浚前浚后服务	114.34	136.40
环保和海工	23.26	133.70
其他	--	125.36
合计	**556.23**	**570.44**

资料来源：公开材料

中交疏浚财务分析

（1）资产质量

中交疏浚资产中未结算项目和应收账款规模较大，对资金形成一定占用，整体资产流动性尚可；设备折旧以及保养成本可能对其造成一定压力。

随着承接工程规模的扩大，中交疏浚总资产规模继续增长，流动资产在总资产中的占比保持稳定。截至 2018 年底，中交疏浚总资产为 950.39 亿元，其中流动资产占总资产比重为 55.37%。

表 15　中交疏浚主要资产结构

（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.32	9.68	80.19	8.44
应收账款	112.10	13.03	146.62	15.43
存货	130.12	15.12	22.32	2.35
合同资产	--	--	101.68	10.70
一年内到期的非流动资产	78.29	9.10	71.36	7.51
流动资产	**483.85**	**56.22**	**526.24**	**55.37**
长期应收款	108.15	12.57	122.52	12.89
固定资产	147.01	17.08	153.96	16.20
非流动资产	**376.72**	**43.78**	**424.15**	**44.63**
资产总额	**860.57**	**100.00**	**950.39**	**100.00**

资料来源：中交疏浚审计报告

截至 2018 年底，中交疏浚流动资产 526.24 亿元，同比增长 8.76%。其中，中交疏浚货币资金为 80.19 亿元，同比减少 3.76%，主要由银行存款构成，其中受限的货币资金 2.31 亿元。应收账款为 146.62 亿元，同比增长 30.79%，主要是当期中交疏浚通过资产支持证券计划等方式终止确认应收账款同比有所减少所致，应收账款包括应收中国交建及同系子公司账款 49.74 亿元，同比增长 20.91%；中交疏浚应收账款累计计提坏账准备 28.59 亿元，其中 2018 年计提 7.10 亿元，转回 4.79 亿元；合营企业和联营企业及第三方的应收账款账龄小于一年部分占比 81.18%；按欠款方归集的余额前五名应收账款总额 43.45 亿元，占比为 25.00%。截至 2018 年底，中交疏浚合同资产为 101.68 亿元，主要为已完工未结算工程，累计计提减值准备 0.73 亿元。

截至 2018 年底，中交疏浚非流动资产 424.15 亿元，同比增长 12.59%。其中，中交疏浚固定资产为 153.96 亿元，主要由房屋及建筑物、机器设备和船舶构成，同比增长 4.73%，计提累计折旧 16.65 亿元。

总体看，中交疏浚资产规模有所增长，已完工未结算项目规模及应收类款项规模较大，对中交疏浚资金造成一定占用；但考虑到中交疏浚应收账款整体账龄短，资产流动性尚可。中交疏浚资产中船舶等大型设备规模较大，所对应的传统疏浚及吹填业务国内市场基本饱和，船舶折旧成本和维护保养成本可能将对中交疏浚造成一定负担。

（2）资本结构

中交疏浚所有者权益稳定性尚可；债务规模持续增长，整体债务负担一般，但面临一定短期偿债压力。

截至 2018 年底，中交疏浚所有者权益为 327.90 亿元，同比变化 8.83%。其中股本为 117.75 亿元，同比无变化；资本公积为 66.67 亿元，同比略有增长；盈余公积为 1.67 亿元，同比小幅增长；其他综合收益为 21.77 亿元，同比增加 7.60 亿元，主要受其他权益工具投资公允价值变动减少的影响；未分配利润为 86.79 亿元，同比增加 9.10 亿元，主要是年初未分配利润增加所致。

中交疏浚有息债务规模较大，截至 2018 年底，中交疏浚全部债务为 233.82 亿元，同比增长 17.43%，主要是长期借款和应付债券增加所致。其中，长期债务占全部债务比例 55.22%，长期有息债务占比不断提高，期限结构较为合理；中交疏浚短期有息债务占比略有下降，但规模仍较大，仍面临一定的短期偿付压力。

（3）盈利能力

2018 年，受由于传统疏浚吹填业务收入减少影响，中交疏浚营业收入同比小幅减少，毛利率同比增加 0.26 个百分点。中交疏浚利润总额为 15.53 亿元，同比减少 38.36%。

（4）现金流分析

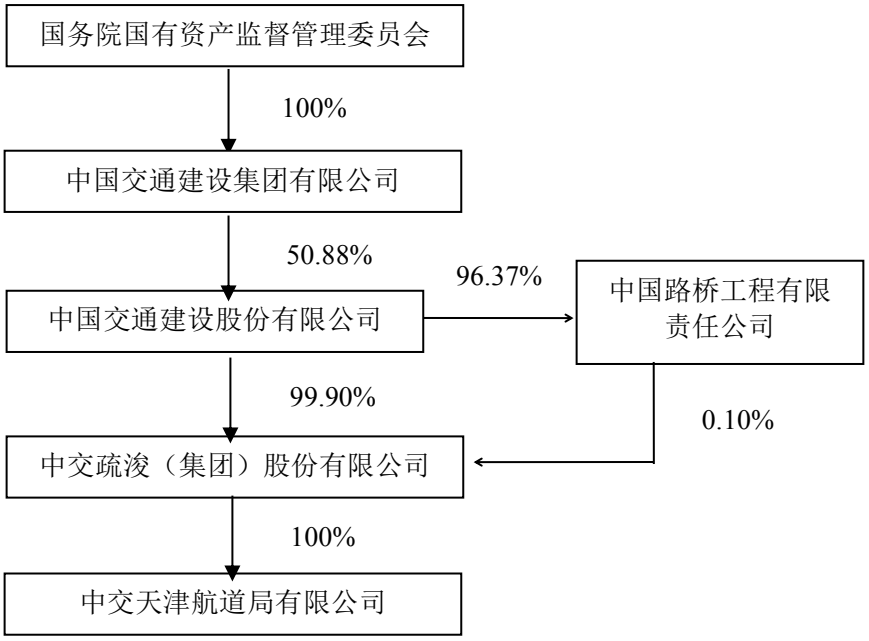
2018 年，中交疏浚经营性净现金流净流入为 15.11 亿元，同比减少 3.91 亿元，主要是受项目回款进度影响所致；投资性净现金流-31.52 亿元，净流出规模同比增加 21.26 亿元，主要是收回投资所收到的现金减少所致。2018 年，中交疏浚筹资性净现金流流入 12.19 亿元，由 2017 年的净流出-7.57 亿元，转为净流入，一方面是借款所收到的现金同比增加 26.75 亿元；另一方面是于 2018 年 10 月发行一期 规模 40.00 亿元的“18 疏浚 01”公司债所致。

经联合资信评定，中交疏浚主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，中交疏浚担保实力极强。

十一、结论

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“18 天津航道 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.29	9.92	20.44	18.49
资产总额(亿元)	276.65	293.39	359.58	365.44
所有者权益(亿元)	86.51	89.22	99.60	99.27
短期债务(亿元)	43.29	70.03	85.29	94.28
长期债务(亿元)	13.32	14.56	7.11	6.60
调整后长期债务(亿元)	21.40	20.88	9.53	8.80
全部债务(亿元)	56.61	84.58	92.40	100.88
调整后全部债务(亿元)	64.69	90.91	94.82	103.08
营业收入(亿元)	122.01	123.84	81.86	13.07
利润总额(亿元)	8.43	6.30	4.03	0.04
EBITDA(亿元)	15.63	13.62	10.99	--
经营性净现金流(亿元)	5.27	5.02	3.55	-0.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.97	2.28	1.55	--
存货周转次数(次)	2.49	1.93	1.04	--
总资产周转次数(次)	0.88	0.43	0.25	--
现金收入比(%)	109.46	108.06	99.05	151.45
营业利润率(%)	17.31	19.24	19.19	12.71
总资本收益率(%)	6.18	4.44	3.48	--
净资产收益率(%)	6.93	5.38	3.29	--
长期债务资本化比率(%)	13.35	14.03	6.67	6.24
调整后长期债务资本化比率(%)	19.83	18.97	8.73	8.15
全部债务资本化比率(%)	39.55	48.67	48.12	50.40
调整后全部债务资本化比率(%)	42.78	50.47	48.77	50.94
资产负债率(%)	68.73	69.59	72.30	72.84
流动比率(%)	101.46	90.40	90.40	88.91
速动比率(%)	75.46	56.42	62.62	61.55
经营现金流动负债比(%)	3.19	2.81	1.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.62	6.21	8.41	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.14	6.67	8.63	--
EBITDA/利息倍数（倍）	5.48	4.67	2.84	--

注：1、公司 2019 年一季度报财务数据未经审计；2、长期应付款中的应付融资租赁费用已计入调整后长期债务。

附件 3　担保方中交疏浚主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	84.56	103.07	101.92
资产总额(亿元)	787.98	860.57	950.39
所有者权益(亿元)	282.11	301.30	327.90
短期债务(亿元)	88.21	105.47	104.70
长期债务(亿元)	91.03	93.64	129.12
全部债务(亿元)	179.25	199.12	233.82
营业收入(亿元)	313.86	345.82	342.28
利润总额(亿元)	23.27	25.19	15.53
EBITDA(亿元)	40.36	41.99	26.75
经营性净现金流(亿元)	38.50	19.02	15.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.03	2.35	2.28
存货周转次数(次)	2.63	2.53	2.30
总资产周转次数(次)	0.42	0.42	0.38
现金收入比(%)	96.22	88.63	79.23
营业利润率(%)	15.93	13.92	14.10
总资本收益率(%)	4.73	5.10	3.49
净资产收益率(%)	5.88	6.49	3.86
长期债务资本化比率(%)	24.40	23.71	28.25
全部债务资本化比率(%)	38.85	39.79	41.63
资产负债率(%)	64.20	64.99	65.50
流动比率(%)	122.83	112.56	116.00
速动比率(%)	94.62	82.29	88.67
经营现金流动负债比(%)	10.41	4.42	3.33
全部债务/EBITDA(倍)	4.44	4.74	8.74

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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+费用化利息指出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

级别设置	含义
AAA_{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA_{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A_{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB_{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB_{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B_{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC_{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC_{pi}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C_{pi}	不能偿还债务