

信用等级公告

联合[2018] 2507 号

联合资信评估有限公司通过对中交第四航务工程局有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定中交第四航务工程局有限公司的长期信用等级为 AAA,中交第四航务工程局有限公司 2018 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年八月三十一日



中交第四航务工程局有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 15.00 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回之前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每第 3 个付息日,
公司有权选择按面值加应付利息
赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还银行贷款

评级时间: 2018 年 8 月 31 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.47	44.39	63.19	38.19
资产总额(亿元)	307.82	326.00	427.14	433.97
所有者权益(亿元)	83.06	94.78	112.49	116.72
短期债务(亿元)	10.17	16.76	53.63	44.67
长期债务(亿元)	34.88	28.92	22.78	42.68
全部债务(亿元)	45.05	45.69	76.42	87.35
营业收入(亿元)	270.69	279.82	307.86	74.07
利润总额(亿元)	12.54	16.81	18.86	4.33
EBITDA(亿元)	21.87	26.89	27.88	--
经营性净现金流(亿元)	16.78	21.76	35.20	0.19
营业利润率(%)	8.96	10.61	11.65	9.47
净资产收益率(%)	12.54	14.65	14.71	--
资产负债率(%)	73.02	70.93	73.67	72.81
全部债务资本化比率(%)	35.71	32.53	40.45	42.54
流动比率(%)	91.85	91.19	74.77	73.90
经营现金流动负债比(%)	9.38	11.70	12.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.70	2.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.75	8.96	7.82	--

注: 2018 年 1 季度财务数据未经审计;短期债务和长期债务求和与全部债务不等主要系四舍五入所致。

分析师

竺文彬 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)

评级观点

中交第四航务工程局有限公司(以下简称“公司”)系中国交通建设股份有限公司(以下简称“中交股份”)全资子公司,主要从事海内外港口、公路、桥梁、铁路、市政工程等基础设施建设及相关投资、工业造船、勘察设计和房地产业务。公司在股东支持、施工资质、业务多元化、新签订单规模、整体盈利能力等方面优势突出,同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到建筑施工行业竞争激烈、公司项目投资支出压力较大等因素对公司经营带来的不利影响。

未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变,在完成已签约项目的同时按计划继续开发 BOT、PPP 市场,此外,公司房地产业务持续开发为公司利润形成一定支撑,未来公司盈利水平有望提升,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债权/债务工具,同时,赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司为中交股份的全资子公司,股东实力强,在资金及业务获取方面给予公司较大支持。
2. 公司拥有港口与航道工程施工总承包特级资质,施工经验丰富,技术优势显著。
3. 公司新签合同额逐年上升,在华南地区及海外项目承揽方面优势明显,在手订单充足,为

网址: www.lhratings.com

公司未来发展提供保障。

4. 公司受益于多元化业务发展,房地产业务增长较快,公司整体盈利能力较强。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

2. 公司在建和拟建 BOT/PPP 项目投资规模较大,未来筹资压力较大。

3. 公司海外业务规模较大,存在一定政治、经济和汇率风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中交第四航务工程局有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中交第四航务工程局有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中交第四航务工程局有限公司（以下简称“公司”或“四航局”）前身是成立于 1951 年 9 月 12 日的中央人民政府交通部广州航道工程局，2006 年，中港集团总公司和中国路桥集团总公司合并组建中国交通建设股份有限公司（以下简称“中交股份”），公司股东方变更为中交股份，公司更名为中交第四航务工程局有限公司，初始注册资本 14.83 亿元。2011 年、2013 年和 2015 年，中交股份分别增资 6.47 亿元、10.10 亿元和 11.42 亿元，公司注册资本变更为 42.82 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 42.82 亿元，中交股份持有公司 100% 的股权，公司实际控制人为中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）。

公司的经营范围：水上运输设备租赁服务；技术进出口；船舶修理；铁路工程建筑；公路工程建筑；港口及航运设施工程建筑；贸易代理；建筑工程机械与设备租赁；企业总部管理；单位后勤管理服务（涉及许可经营的项目除外）；船用配套设备制造；船舶改装与拆除；金属船舶制造；非金属船舶制造；城市地铁隧道工程服务；城市轨道交通设施工程服务；机电设备安装服务；建筑钢结构、预制构件工程安装服务；铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑；水利和内河港口工程建筑；管道设施安装服务（输油、输气、输水管道安装）；工程技术咨询服务；工程总承包服务；工程地质勘察服务；水运工程设计服务；软件开发；信息技术咨询服务；房地产开发经营；自有房地产经营活动；工程和技术研究和试验发展；材料科学研究、技术开发；机械设备租赁；场地租赁（不含仓储）；房屋建筑工程施工；生产

混凝土预制件；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；工程施工总承包；职业技能培训（不包括需要取得许可审批方可经营的职业技能培训项目）；施工现场质量检测；对外承包工程业务；市政公用工程施工；货物进出口（专营专控商品除外）；起重机制造；城市轨道桥梁工程服务；起重设备安装服务；海洋工程建筑；工程水文勘察服务；地基与基础工程专业承包；船舶设计服务；公路与桥梁检测技术服务；建筑工程、土木工程技术开发服务；建筑工程、土木工程技术转让服务；码头疏浚；公路运营服务；钢结构制造；资产管理（不含许可审批项目）；劳务派遣服务；为船舶提供码头、过驳锚地、浮筒等设施。

截至 2018 年 3 月底，公司内设办公室、战略规划部、财务会计部、国内市场部、国际市场部等 20 多个职能部门；下设一级子公司 18 家，在岗职工 6000 多人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 427.14 亿元，所有者权益合计为 112.49 亿元（其中少数股东权益 3.65 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 307.86 亿元，利润总额 18.86 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 433.97 亿元，所有者权益合计为 116.72 亿元（其中少数股东权益 5.09 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 74.07 亿元，利润总额 4.33 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区沥滘路 368 号；法定代表人：梁卓仁。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2018 年注册 40.00 亿元中期票据额度，本期计划发行 2018 年度第一期中期票

据（以下简称“本期中期票据”）15.00 亿元，本期中期票据募集资金主要用于偿还银行贷款。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，在期限、票面利率及利息支付等方面条款具有特殊设置：

期限及赎回条款

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的第3个和其后每第3个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

利率

本期中期票据采用固定利率计息。中期票据前 3 个计息年度的票面利率¹将通过集中簿记建档结果确定，在前 3 个计息年度内保持不变。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的

每个付息日前，公司可自行选择将全部或部分当期利息以及按照本条款已经递延的利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，递延支付没有递延时间及次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。公司如果向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据如不赎回，从第 3 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（2）本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。根据股东文件，公司按净利润的 20%实行利润分配，2015~2017 年，公司实际分配的利润为 2013~2015 年利润，分别为 2.53 亿元、2.27 亿元和 2.12 亿元。考虑到公司经营业绩良好，未来持续分红的可能性大，公司递延利息支付可能性小。

（3）本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有公司其他普通债券/债务工具。

¹前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息的可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面

呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比

名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促

进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

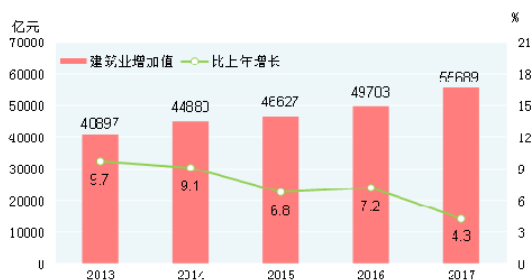
1. 行业概况

公司所属行业为建筑行业，主营业务为航务工程、公路、桥梁的交通建设。

（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
（单位：亿元、%）



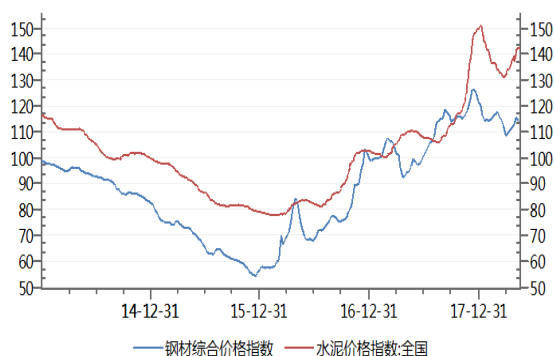
资料来源：国家统计局

(2) 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是2017年8月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从2016年下半年开始持续攀升，并于2017年12月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，

国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017年全社会固定资产投资641238亿元，扣除价格因素，实际增长7.2%，较上年回落1.4个百分点；全国基础设施投资17.3万亿元，同比增长14.9%，增速较2016年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资10.98万亿元，比上年增长7.0%，增速较上年增长0.1个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业2017年投资增速均在20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017年，我国企业在“一带一路”沿线的61个国家新签对外承包工程项目合同额1443.2亿美元，同比增长14.5%；完成营业额855.3亿美元，同比增长12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达10.6万亿美元。

(3) 建筑行业竞争格局

企业资质

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

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、

竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

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

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现

金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 区域经济

近三年广东省经济保持稳定增长，区域基础设施建设力度加大，为公司生产经营提供了较好的外部环境。

公司传统经营位于华南区域，包括广东、海南和广西，近两年新签合同华南区域占比60%左右，其中广东省占比较高，广东省的经济发展水平和基础设施建设投资对公司业务发展影响较大。

广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。根据《2015~2017年广东国民经济和社会发展统计公报》，近三年广东省分别实现地区生产总值（GDP）72812.55亿元、79512.05亿元和89879.23亿元。其中，2017年第一产业增加值3792.40亿元，增长3.5%，对地区生产总值增长的贡献率为2.0%；第二产业增加值38598.55亿元，增长6.7%，对地区生产总值增长的贡献率为39.8%；第三产业增加值

47488.28亿元，增长8.6%，对地区生产总值增长的贡献率为58.2%。三次产业结构比重为4.2:43.0:52.8，第三产业所占比重比上年提高0.8个百分点。2017年，广东人均地区生产总值达到81089元，按平均汇率折算为12009美元。分区域看，珠三角地区生产总值占全省比重为79.7%，粤东西北地区占20.3%，其中东翼、西翼、山区分别占6.8%、7.5%、6.0%。

近三年，广东省固定资产投资分别为30031.20亿元、33008.86亿元和37477.96亿元。分投资主体看，2017年国有经济投资7341.39亿元，增长18.8%；民间投资23158.46亿元，增长12.9%；港澳台、外商经济投资4090.20亿元，增长1.3%。在固定资产投资中，第一产业投资395.19亿元，比上年下降11.2%；第二产业投资12128.94亿元，增长9.4%，其中工业投资12110.44亿元，增长9.6%；第三产业投资24953.84亿元，增长16.2%。基础设施投资9168.79亿元，增长24.3%，占固定资产投资的比重为24.5%。

2017年，广东建筑业生产经营平稳向好，全省资质以上总承包和专业分包企业完成建筑业总产值11372.52亿元，同比增长17.8%，增幅同比提高8.9个百分点。2017年，广东总承包和专业分包建筑企业签订合同额同比增长22.7%，增幅同比提高1.9个百分点。增速较快增长的主要原因：一是从上年结转过来的未完工程多。从2016年年底开始，全省建筑业企业签订合同额增长较多，结转合同额达同比增长20.8%，增幅同比提高4.3个百分点；二是本年新签合同额保持高速增长。2017年，全省新签合同额同比增长24.6%。2017年，广东总承包和专业分包建筑业企业铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑同比增长28.2%。其中，市政道路工程建筑产值增长61.1%；其他道路、隧道和桥梁工程建筑完成产值增长37.9%。内河港口施工工程完成产值增长19.2%。其中，河湖治理及防洪设施工程增长32.0%；港口及航运设施工程增长16.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司为中交股份全资子公司，公司股东综合实力很强，股权结构清晰。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 42.82 亿元，中交股份持有公司 100% 的股权，实际控制人为中交集团。

中交股份成立于 2006 年 10 月 8 日，是由中交集团整体重组改制并独家发起设立的股份有限公司，并于 2006 年 12 月 15 日在香港联合交易所主板挂牌上市（股票代码：01800.HK），是国内首家在海外资本市场整体上市的国有基建企业，2012 年 3 月 9 日，中交股份在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：601800），中交股份是国内最大的港口设计与建设企业，同时也是世界领先的公路、桥梁及隧道设计及建设企业，世界最大的疏浚企业。截至 2017 年底，中交股份资产总额 8502.35 亿元，所有者权益 2059.42 亿元。2017 年中交股份实现营业收入 4828.04 亿元，利润总额 265.53 亿元。2017 年，中交股份居《财富》500 强第 103 位。总体看，中交股份规模优势明显，综合竞争力很强。

2. 企业规模及竞争力

近年来公司在业务规模、技术能力、设备水平、科研实力保持较强综合实力和竞争优势。

公司系中交股份全资子公司，下设一级子公司 18 家，较中交集团其他子公司，公司在业务多元化、海外业务占比方面持续保持优势。

资质方面，拥有港口与航道工程施工总承包特级资质，公路工程 and 市政公用工程施工总承包一级资质，隧道工程、桥梁工程、公路路基工程、土石方工程以及地基与基础工程专业承包一级，以及水运行业设计甲级资质等，业务范围覆盖海内外港口、公路、桥梁、铁路、市政工程、水利工程等大型基础设施建设领域，以及相关的投资、勘察设计、科研、工业造船和房地产业务。设备方面，公司施工设备齐全，

拥有 2600 吨起重船、8000 吨半潜驳等各种大中型施工设备 2000 多台（套），能满足各种条件下的水、陆施工生产需要。

研发方面，公司建立科技创新平台与体系，拥有 1 个交通行业重点实验室、1 个省级港口工程技术研发中心、1 个省级企业技术中心、2 个中交重点实验室和 1 个博士后科研工作站。公司重视科技研究和创新，形成了多个稳定的创新研究团队，在混凝土耐久技术、岩土工程、软基处理、吹填造地及陆域形成方面，技术研发能力处于行业先进水平，连续六年获科技创新先进企业。近年来，公司持续加大科技投入，2015~2017 年，公司分别投入研发费用 7.45 亿元、11.04 亿元和 10.96 亿元，分别占营业收入比重为 2.75%、3.95%和 3.56%。

目前，公司及各子公司共承担或参与科技研发项目 177 项，其中新增科技立项 55 项，在研项目 122 项，有力支撑了公司经营生产。公司共获 29 项专利，其中发明专利 17 项、实用新型专利 12 项。2015~2017 年，公司累计获得 52 项省部级及以上优质工程（鲁班奖 7 项、詹天佑奖 3 项、国家级优质工程 9 项）。

3. 外部支持

（1）政府支持

近年来，公司承建了深圳港盐田港区集装箱码头扩建工程、舟山大陆连岛工程金塘大桥项目等国家重点项目，港珠澳大桥岛隧工程、深圳至中山跨江通道主体工程、深圳机场三跑道扩建工程，在中国港口工程及基础设施建设施工领域发挥重要作用，每年获得政府补贴支持，2015~2017 年分别获得财政补贴 0.21 亿元、0.20 亿元和 0.28 亿元。

（2）股东支持

公司系中交股份全资子公司，利润规模在中交股份各工程局内持续排名第一，在业务和资金方面获得股东较大支持。近三年，公司新签施工合同额中来依托于中交股份的占比分别为 63%、47%、38%（含海外项目）。资金方

面，中交股份 2015 年对公司增资 11.417 亿元，2015~2017 年，中交股份给予公司贷款分别为 9.22 亿元、11.87 亿元和 16.30 亿元，贷款利率人行贷款基准利率下浮 10%，即 3.915%左右。中交财务公司给予公司 17 亿元的授信额度，资金成本在 3.915%左右。

4. 人员素质

公司高层管理人员均具有长期的专业管理经验；公司员工年龄及学历结构合理，技术人员占比大，整体素质较高，能满足日常工作需要。

公司现任高管包括董事长 1 名、总经理 1 名、副总经理 7 名和总会计师 1 名，对公司日常事务进行统一管理。

梁卓仁先生，1963 年生，工商管理硕士，高级工程师、高级政工师。历任四航局二公司三处主任、副经理兼总经济师；四航局局长经理、副局长、党委书记、局长；2016 年 6 月起任公司董事长兼党委书记。

李惠明先生，研究生学历，教授级高级工程师。曾于 2004~2010 年担任四航局二公司经理；2010~2012 年担任公司副总经理、党委委员；2012~2014 年担任公司副总经理、党委委员、党委委员；2014 年 11 月至今，担任董事、总经理、党委副书记、党委常委。

梁赟先生，本科学历，高级会计师。曾于 2002~2004 年担任四航局巴基斯坦项目部总会计师；2004~2005 年担任公司财务会计处副处长；2005~2014 年担任财务会计处处长/财务会计部经理；2014.04 至今，先后担任公司副总会计师、总会计师。

截至 2017 年底，公司在岗职工 6255 人，其中管理及技术人员 5216 人，熟练技术工人 1039 人；享受政府特殊津贴的专家 15 人，具有教授级高级职称的 42 人、高级职称的 600 人、中级职称的 1300 人，一级注册建造师 379 人（专业项 428 项）；从学历构成看，博士占 0.59%、硕士研究生占 7.50%、大学本科占 58.99%，本科及以下占 32.92%。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司被列入失信被执行人名单。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G10440105000477301），截至 2018 年 8 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 8 月 23 日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了健全的法人治理结构，整体运行情况良好。

公司为国有独资企业，建立了董事会、监事会和经营管理层相互配合，相互制衡的较为完善的公司治理结构，并制定了《中交第四航务工程局有限公司董事会议事规则》、《中交第四航务工程局有限公司监事会议事规则》、《中交第四航务工程局有限公司总经理工作细则》以及《中交第四航务工程局有限公司章程》等规章制度，明确了董事会、监事会的权责范围和工作程序

公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事由股东指派，且可以由高级管理人员兼任。董事会向股东报告工作，执行股东的决定；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和亏损弥补方案；制订公司增加或者减少注册资本的方案；制订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案；决定公司内部管理机构的设置；聘任或者解聘公司总经理，根据总经理的提名，聘任或者解聘其他高级管理人员。

公司设监事会，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人，其中 2 名由股东委派，1 名监事由公司职工代表担任，并由公司职工民主选举产生。监事会职权包括检查公司财务；对董事、

高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正等。监事可以列席董事会会议。

公司设总经理 1 人，设副总经理若干人。总经理为公司的法定代表人，总经理和副总经理由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责并报告工作，职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司的发展规划、年度生产经营计划和年度财务预、决算方案以及利润分配方案和弥补亏损方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

2. 管理水平

公司建立了起较为完整的集团管理机制，公司本部对各下属子公司具有较强的管控力度。公司各项管理制度实际执行情况良好。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司本部设集团管理部门，根据公司业务特征内设党委办公室、战略规划部、党委组织部、工程管理部、安全管理部、资产管理部、财务会计部及采购中心等 18 个职能部门，下设分公司、事业部、参控股公司负责具体的业务运作。

工程管理

工程管理方面，按照项目合同、承揽主体及重要程度，公司将项目分为四类进行管理，分别制定不同的项目管理流程。项目经理在收到一类项目策划书下达后，要根据合同要求制定施工计划、资源配置及进场计划交给工程管理部，工程管理部要及时进行反馈，最终经过公司分管领导审核，正式发布给项目部及公司职能部门。二三四类项目资源组织由子（分）公司负责，其中二类项目资源计划应报工程管理部备案。

投资管理

公司投资管理部负责公司投资业务，具体包括 BT/BOT 项目投资、股权投资、固定资产投资等业务。公司成立项目投资评估委员会，由公司各个职能部门人员组成，负责为公司投资决策提供咨询意见，必要时聘请外部专家参与。董事会/总经理办公会是投资管理事务的决策机构，属于公司董事会范围的，由董事会形成决议；涉及超过公司权限的重大事项须报中交股份审批。公司投资实行分级授权审批，总量控制，各单位在授权范围内可自主开展投资决策；境外投资（包括港澳台地区）一律上报中交股份审批；项目一经批准，不得随意增加投资，增资需重新履行上报手续。投资项目严格按照公司程序进行，实行事前、事中和事后风险管理。投资项目交工验收后半年内进行全面审计，并进行投后评价。

财务资金管理

公司制定了一系列财务管理制度，涉及海外工程承包、国内工程项目等。公司海外项目部均设立财务会计部，大型、重要海外项目委派财务总监。公司外汇资金由公司统一调配，子公司、分公司没有对外经营权，海外工程承包视同公司海外工程承包，由公司统一核算。国内工程承包项目业主将工程款汇入公司账户的，由公司转给请款的子公司；业主将工程款汇入公司各分部账户的，或汇入由特大型国内承包项目成立的指挥部账户的，账户必须以公司名义开立；业主原因不能将工程款汇入指定账户的，经公司同意，可留存项目当地银行账户，由子/分公司监督项目部对资金进行管理。

对外担保方面，公司原则上不对外担保，如需担保，需上报中交集团审批，且不能超过中国交建每年批复公司的担保额度。公司为各单位提供担保仅限于银行授信和中交广州结算中心借款担保。

子公司管理

子公司管理方面，公司向子公司委派董事、监事和高级经营管理人员（总经理、财务负责

人），并对子公司管理体制、经营方针、重大投融资决策、资产重组等重大事项进行审批，并对其经营情况进行定期和不定期审计。下属子公司中未设立董事会的，其战略、规划、改制、重组、投融资等重大事项的方案还需由公司董事会下设的战略与预算委员会进行研究。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入以跨领域建筑施工业务为主导，辅以投资项目建设施工及设备制造、房地产开发的多元化经营。公司传统建筑施工业务以港口、铁路、公路工程项目为主，基建业务分部区域较广，在手订单充足，为公司后续发展提供保障。投资项目由原来的 BT/BOT 模式向 BOT/PPP 模式转变。

2015~2017年，公司实现主营业务收入年均复合增长6.52%，2017年为305.73亿元，同比增

长10.17%。从构成来看，建筑施工业务为公司的主要收入来源，近三年占比均在70%以上；投资项目收入呈增长趋势，2017年增幅较大，占20.61%；受船舶制造行业不景气影响，设备建造收入占比逐年下降，2017年仅占1.05%；其他业务收入增长主要系房地产业务收入增长影响。

毛利率方面，受港口业务毛利率水平波动上升及铁路、公路工程毛利率上升综合影响，公司建筑施工业务毛利率逐年上升。总体看，近三年，公司综合毛利率呈小幅上升趋势，2017年，公司综合毛利率为11.91%，较上年上升0.89个百分点。

2018年1~3月，公司主营业务收入为74.07亿元，相当于2017年全年的24.23%，仍以建筑施工收入为主。

表2 2015~2018年1~3月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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	收入	占比	毛利率
建筑施工	201.97	74.96	9.16	223.05	80.38	9.22	226.18	73.98	11.74	53.87	72.72	10.28
投资项目	50.61	18.78	14.54	30.50	10.99	20.43	63.00	20.61	12.94	19.35	26.12	7.63
设备建造	13.73	5.09	19.07	8.34	3.00	17.11	3.21	1.05	14.22	0.73	0.99	19.12
其他	3.13	1.16	11.19	15.62	5.63	15.13	13.34	4.36	9.28	0.12	0.17	20.29
合计	269.44	100.00	10.70	277.51	100.00	11.02	305.73	100.00	11.91	74.07	100.00	9.69

资料来源：根据公司提供资料整理

2. 经营板块分析

（1）建筑施工

公司建筑施工业务涉及细分行业较广泛，公司拥有港口与航道工程施工总承包特级资质，港口工程施工收入占比较高，但受行业饱和影响，占比逐年下降，公路项目对收入贡献逐年增大；此外，盈利水平较高的海外业务运行稳定。公司新签订单量在投资业务带动下逐年增长，未来业务保障较好。

公司建筑施工业务主要包括港口工程、铁

路工程、公路工程、疏浚吹填工程等。

从细分施工业务看，公司拥有港口与航道工程施工总承包特级资质，在国内港口工程领域市场占有率较高，港口工程为公司建筑施工板块主要收入来源。但受贸易行业持续不景气和国内港口建设投资趋于饱和等因素影响，近三年公司港口工程收入持续下滑，2017年为124.10亿元，在建筑施工板块收入占比下降至54.87%；毛利率水平为14.31%，同比增长3.85个百分点，主要系项目及成本管理质量提升以

及海外较高收益项目占比提升。近三年，公司先后承接了广州港南沙港区三期工程、蛇口工业区太子湾片区综合开发项目邮轮母港工程、广东石化原油码头工程等港口工程项目。

近三年，我国道路运输业投资保持较快速度公司通过承接贵州道真至瓮安高速公路、广西贵港至隆安高速公路项目、海南琼中至乐东高速公路、广州至连州高速公路、开平至阳春高速公路等项目，2015~2017 年公司公路工程施工收入年均复合增长 5.45%，2017 年实现收入 51.37 亿元，同比增长 46.77%。铁路工程方面，公司承接福州地铁和厦门地铁、珠海城际轨道等项目，近三年收入受个别项目收入结算进度

影响有所波动，年均复合下降 4.07%，2017 年实现铁路工程施工收入 28.71 亿元，同比减少 20.32%。由于市场竞争激烈，铁路、公路工程项目盈利能力相对较低，

公司疏浚吹填业务主要由子公司广东港湾工程有限公司负责，近三年疏浚吹填业务收入受部分项目结算进度影响有所波动，2017 年公司实现疏浚吹填业务收入 11.93 亿元，同比下降 12.60%，主要系个别项目完工，在建项目中大型的疏浚吹填项目尚未进入收入确认阶段，毛利率为 9.02%，较上年小幅下降。

表3 2015~2018年1~3月公司建筑施工板块收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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	收入	占比	毛利率
港口工程	140.35	69.49	12.42	128.80	57.74	10.47	124.10	54.87	14.31	38.51	66.65	12.71
铁路工程	31.20	15.45	2.74	36.03	16.15	7.59	28.71	12.69	8.56	6.66	11.53	4.52
公路工程	21.52	10.65	-2.20	35.00	15.74	6.48	51.37	22.72	8.36	10.97	18.99	8.09
桥梁工程	1.25	0.62	1.37	2.49	1.12	4.88	3.90	1.72	8.39	0.39	0.68	5.77
隧道工程	0.23	0.11	9.07	0.03	0.02	-120.63	1.65	0.73	11.72	-	-	-
机场建设	--	--	--	0.00	0.00	0.00	3.84	1.70	3.23	0.57	0.98	8.76
房屋建筑	0.14	0.07	6.00	6.95	3.11	7.71	0.66	0.29	47.20	-	-	-
疏浚吹填	7.28	3.61	8.84	13.65	6.12	10.68	11.93	5.28	9.02	0.68	1.18	5.19
合计	201.97	100.00	9.16	223.05	100.00	9.22	226.18	100.00	11.74	57.77	100.00	10.71

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月底，公司建筑施工板块重大在建项目合同额合计 380.01 亿元，累计已施工投资 61.70 亿元，项目涵盖隧道、道路和航

务等多种工程类型，以道路工程项目为主。公司所承建工程的业主单位多为各地方政府及其市政建设单位。

表4 截至2018年3月底公司重大在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	所属板块	开工时间	计划完工时间	合同金额	已投资额	已回款金额
中交四航局大连湾海底隧道工程第二工区项目经理部	港口	2017.6	2020.6	15.64	1.02	2.00
新疆 G0711 线 35 团至若羌高速公路项目	公路	2017.08	2020.07	34.13	9.1	6.97
广州从化至清远连州高速公路工程	道路	2018.7	2022.12	182.88	22.81	17.25
广东开春高速公路工程	道路	2017.12	2020.10	72.46	7.00	7.44
陆丰甲湖湾湾电厂新建工程配套码头	航务	2015.12	2018.5	15.54	11.83	8.83
车陂路-新濠东路隧道工程	市政隧道	2017.12	2021.7	14.93	1.31	1.99

深圳机场三跑道扩建工程	机场建设	2017.06	2020.6	33.27	0.47	0.81
珠海高栏港区集装箱码头二期工程#2-#7泊位工程	航务	2014.5.8	2018.5.8	11.16	8.16	6.29
合计				380.01	61.70	51.58

资料来源：公司提供

区域分布

公司的建筑施工业务区域分布于国内外，以国内为主，分布区域较广，有助于降低业务风险。

国内方面，近三年国内建筑施工业务的收入占比分别为 73.90%、74.06% 和 70.94%。公司国内项目已遍布十几个省、市、自治区，涵盖经济发展速度最快、对基建工程需求最旺盛的长三角、珠三角、环渤海地区，以及新疆、海南等经济发展较快的省份。随当年确认收入的工程不同，区域收入结构波动较大。但公司客户主要集中在中交集团内部、政府下属城建集团等，多为国有企业，对财政均有一定的依赖性，国家货币政策及地方财力在交通基础设施领域的投入水平变化会对公司主业资金回笼情况产生一定影响。

表5 公司近三年建筑施工业务区域分布情况
(单位：亿元、%)

区域	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	149.26	73.90	165.18	74.06	160.28	70.94
海外	52.71	26.10	57.87	25.94	65.90	29.06
合计	201.97	100.00	223.05	100.00	226.18	100.00

资料来源：公司提供

海外业务方，作为中交集团最早走出去的子公司之一，海外市场是公司建筑施工业务重要组成部分。公司具有 30 多年的海外施工经验，海外业务范围涉足巴基斯坦、沙特、几内亚、肯尼亚、墨西哥等 20 多个国家和地区。

公司承接海外业务主要依托中交股份下属中国港湾工程有限责任公司（以下简称“中国港湾”）和中国路桥工程有限责任公司（以下简称“中国路桥”）两大海外业务平台。中国港湾和中国路桥获取项目后，公司通过内部竞争获得项目分包合同，中国港湾及中国路桥等海外平台为公司海外业务的付款方，最终付款方为海外业主。公司承接的海外项目的融资渠道主要为国家开发银行及中国进出口银行等，融资成本很低，由于公司的海外项目多是美元计价，因此公司对汇率管理要求较高。在汇率管理方面，公司国际工程的工程物资分别从国内、国外采购，公司与物资供应商以美元计价签署合同，因此将工程物资部分的汇率波动锁定。

公司海外业务收入结构与国内建筑施工业务收入结构类似，以港口及航道工程、路桥工程为主，近年来，公司先后承建了安哥拉洛比托港扩建、斯里兰卡汉班托塔、多哈新港、埃及塞德港、马来西亚槟城二桥主桥、肯尼亚蒙内铁路等项目，2015~2017 年，公司海外施工营业额稳步增长，分别为 52.71 亿元、57.87 亿元和 65.90 亿元，利润总额分别为 0.60 亿元、1.80 亿元和 2.47 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司前十大在建海外项目合同额约 163.10 亿元，已确认收入 130.27 亿元，已回款 119.05 亿元，主要分布在非洲、中东及东南亚地区。

表6 截至2018年3月底公司海外在建的重大工程项目（单位：亿元）

序号	项目名称	所属板块	开工时间	计划完工时间	合同金额	已确认收入	已回款金额	工程进度
1	中交拉姆港 1-3 号泊位项目	港口	2015.4	2020.7	28.52	10.63	9.19	37.27%
2	中交四航局贝拉渔码头重建工程	码头	2016.1	2018.6	2.36	2.27	2.08	96.64%

3	中交四航局莫桑比克马普托大桥南接线第二合同段项目	桥梁	2015.9	2018.6	4.13	2.99	2.94	71.54%
4	蒙内标轨铁路项目	铁路	2014.6	2018.6	22.74	21.68	21.45	95.34%
5	卡塔尔多哈东部高速项目	公路	2013.9	2018.12	13.78	13.17	13.19	95.56%
6	斯里兰卡汉班托塔港二期工程	港口	2012.11	2018.05	23.22	23.22	22.76	100.00%
7	沙特吉赞 JIGCC 取排水项目	疏浚	2014.10	2018.12	29.71	25.83	24.28	86.95%
8	纳米比亚鲸湾港新集装箱码头项目	码头	2014.5	2018.8	11.25	8.66	7.66	77.00%
9	纳米比亚鲸湾港油码头水工程	码头	2015.1	2018.5	6.19	6.15	5.75	99%
10	科特迪瓦阿比让港口扩建项目	码头	2015.11	2018.12	21.20	15.67	9.75	73.9%
合计			-	-	163.10	130.27	119.05	-

资料来源：公司提供

总体看，公司建筑施工业务区域分布国内外，分布较广，其中海外业务经营较稳健，但在建海外项目规模较大，一般采用美元结算，面临一定资金压力及汇率风险；此外，公司海外项目所处部分地区存在一定政治、经济不稳定因素，面临一定经营风险。

新签合同

近三年，公司新签合同额稳步增长，受益于“一带一路”战略实施，公司新签合同额中路桥轨道板块大幅增长，占比超过公司传统港航疏浚业务新签合同额

近三年，公司施工板块新签合同持续增长，年均复合增长 11.40%，2017 年，新签合同 423.11 亿元，同比增长 20.94%。公司施工业务承揽方式以施工总承包为主，专业分包占比约 30%。

从区域来看，公司国内施工新签合同额占比在 75%左右。公司在传统核心经营区域的竞

争优势明显，2017 年，华南（广东、海南、广西）区域核心市场新签合同金额 214.00 亿元，占合同总额的 58.07%，华东及西南地区分别占 10.89%和 5.84%。海外业务方面，2017 年，公司海外业务新签合同额 100.37 亿元，同比增长 8.27%。2017 年，公司全年海外新签合同额在中交集团基建板块排名第二并荣获中交集团“2017 年度海外专业贡献奖”。

从业务板块来看，受航务行业低迷的影响，公司港航疏浚板块新签合同占比逐年降低。在公司积极进行业务拓展的影响下，公司路桥轨道施工新签合同占比快速上升。2017 年新签合同额中港航疏浚板块、路桥轨道板块占比分别为 24.42%和 51.86%。

截至 2017 年底，公司在手未完工合同金额 708.86 亿元，其中境外合同额 257.66 亿元。总体看，公司新签合同额保持稳步增长，在手未完工金额较大，为公司未来收入提供支撑。

表7 公司近三年施工板块业务分类新签合同额（单位：亿元、%）

业务分类		2015 年		2016 年		2017 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
港航疏浚	航务工程	138.88	40.73	135.78	38.81	55.1	13.02
	疏浚工程	0.45	0.13	1.99	0.57	2.43	0.57
	水利水电	10.00	2.93	1.30	0.37	10.73	2.54
	吹填造地	--	--	--	--	33.27	7.86
	港航其他	2.97	0.87	2.07	0.59	1.80	0.43
小计		152.3	44.67	141.14	40.34	103.33	24.42
路桥轨道	道路工程	47.5	13.93	63.34	18.11	173.33	40.97

	桥梁工程	10.26	3.01	--	--	--	--
	铁路工程	1.84	0.54	--	--	0.01	--
	轨道工程	4.56	1.34	7.61	2.18	13.91	3.29
	市政工程	13.93	4.09	24.12	6.89	17.8	4.21
	房屋建筑	15.63	4.58	16.09	4.60	14.36	3.39
	陆上其他	0.51	0.15	4.84	1.38	--	--
	小计	94.23	27.64	116	33.16	219.41	51.86
海外业务	海外航务	94.44	27.70	79.61	22.76	38.49	9.10
	海外路桥	--	--	12.93	3.70	61.78	14.60
	海外其他	--	--	0.16	0.05	0.10	0.02
	小计	94.44	27.70	92.7	26.50	100.37	23.72
	合计	340.97	100.00	349.84	100.00	423.11	100.00

资料来源：公司提供

材料采购及成本构成

公司主要施工原材料包括钢材、水泥和砂石等建筑材料和工程船用油，对于列入中交股份集中采购目录的物资，要在中国交建物资采购管理信息系统上线采购。同时，所有物资集中采购也需要在公司采购管理系统中进行。对生产经营成本、质量和安全有重大影响的钢、水泥、沥青等物资实行集中采购，并进行分级管理，按月结算。营业成本构成方面，主要由分包费用、材料费用及人工费用构成，占比分别在 60%、20%和 10%左右。由于业务扩张公司业务分包占比逐年提高，分包费用占比由 2015 年的 45.33% 上升至 2017 年的 65.41%，同时自主采购的材料费用占比由 2015 年的 27.79% 下降至 2017 年的 16.30%。

结算方式

从收入确认及结算方式看，公司采用传统施工承包模式，在工程施工之前，项目业主先行支付部分工程预付款，在后续工程款支付时再逐步扣回。公司需在项目启动时提供由银行出具的履约保函（占5%~10%左右）。在工程施工阶段，公司工程结算一般根据合同约定，每月按工程实际完成量进行结算，根据项目结算单，业主方一般在1个半月内完成支付上月的工程款项，付款比例约为85%，剩余约10%业主方一般在工程全部完工验收审计之前完成付

款。工程竣工验收合格后，项目业主根据合同约定按一定比例（工程款总量的95%左右）给付工程款，剩余部分（5%以内）作为工程的质保金。2015~2017年，公司建筑施工类分别实现收入255.71亿元、259.78亿元和302.52亿元（含投资项目类及部分其他业务收入），分别回款257.35亿元、246.42亿元和276.46亿元，回款质量尚可。

（2）投资业务

近年来，公司推进多元化发展战略，深耕投资市场，投资业务快速发展，目前在建投资项目规模大，未来存在一定投资压力。

传统的施工承包领域竞争进一步加剧，基于公司实行多元化发展战略，2016年，公司深耕投资市场，积极推进 PPP 投资项目的跟踪开发，仍以基础设施投资领域为主。目前公司投资业务分为股权投资和 BT/BOT/PPP 项目两大类。长期股权投资方面，2015~2017 年公司获得按权益法核算的长期股权投资收益分别为 4.06 亿元、5.15 亿元和 5.33 亿元，占利润总额的 30% 左右，对公司利润贡献较大，主要来源于公司持有的中国港湾工程有限责任公司 30% 股权。

公司 BT/BOT 项目业主单位大多为地方政府，BT/BOT 项目的其他投资方包括中交路桥建设有限公司、中交第二公路勘察设计研究院

有限公司等单位。公司施工所需资金来源主要为公司自有资金及银行贷款。

2015~2017 年，分别实现投资业务施工收入 50.61 亿元、30.50 亿元和 63.00 亿元，主要为道安高速公路项目、忠万高速公路项目、海口 PPP 项目、广连高速公路项目、贵隆高速公路项目、开春高速公路项目贡献收入。投资项目收入集中度较高，其毛利率水平受个别项目的毛利率水平影响较大，近三年毛利率水平有所波动，分别为 14.54%、20.43%和 12.94%。

经营模式方面，公司 BT 项目的主要经营模式为：BT 项目回购款由前期成本（包括勘测、设计、征地拆迁费用）、工程成本、财务费用和一定比例的投资回报四部分组成。项目施工期间，公司每月按项目投资额确认收入和成本，并计入长期应收款。结算付款方面，在项目交工验收合格之日起 30 日内，业主单位分期回购，具体项目情况有所不同。BT 项目现金流入及流出记在经营活动产生的现金流量中。

BOT 项目的主要经营模式为：项目建设前期，公司须出资项目投标估算金额的一定比例作为资本金，并由公司承担项目建设期间的全部费用，公司享有一定年限的车辆通行收费权，特许权期限届满后，公司将良好运行的项目移交给业主方。项目建设施工期间，项目公司每月按项目投资额确认收入和成本，并计入“无形资产”，对项目公司而言，现金流入计入筹

资性现金流，现金流出计入投资性现金流。施工方（总承包）的现金流入和现金流出计入经营性现金流入和流出。自 2015 年以来，公司积极参与 PPP 项目投资，与多地地方政府合作成立项目公司，承担社会资本方的出资金额，一般采取 PPP 与 EPC 结合的模式。PPP 项目成本计入“长期应收款”，项目进入运营期之后收到的回购款直接核减“长期应收款”，运营收入计入当年“营业收入”。

近三年，公司完成的主要投资项目有海口市新建港口码头项目和贵州道安项目等，公司投资合计 95.07 亿元。其中完工的 BT 项目包括海口市新建港口码头项目和常德水利工程，均已经回款完毕，完工的 PPP 项目鹤山五条连接线项目已经进入回款期。根据中交股份《关于同意中交资管利用中交路桥基金盘活培育期运营资产的批复》（中交股金[2016]667 号），已经建设完工的并表 BOT 项目包括重庆铜合项目、咸宁通界项目、广明高速公路项目（含西延线）、贵州道安项目经营权通过公开挂牌方式转让至中交资产管理有限公司（并表项目公司的资产债务全部转出，公司相应无形资产减少，相应增加中交资产管理有限公司股权资产），公司目前尚无重大的处于运营期的 BOT 项目。联合资信持续关注公司在建的 BOT 项目未来经营权持有情况。

表8 2015~2017年主要投资项目的回购情况（单位：万元、年）

项目类型	项目名称	公司投资比例	投资规模	建设周期	会计入账科目	累计回款金额	2018年预计回款	2019年预计回款	2020年预计回款
BT	海口市新建港口码头	100%	195142	3	并表项目公司	206005	0	0	0
	常德水利工程	100%	73880	2	并表项目公司	91863	0	0	0
PPP	鹤山五条连接线项目	100%	35000	2	并表项目公司	1680	5417	8185	7710
BOT	贵州道安项目	19.60%	514434	4	可供出售金融资产（经营权已移交）	--	--	--	--
	重庆忠县至万州高速公路项目	15%	121367	3	可供出售金融资产	--	--	--	--
合计			939823	--	--	299548	5417	8185	7710

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在建投资项目 7 个，其中 BT 项目 1 个、BOT 项目 3 个、PPP 项目

3 个。截至 2017 年底，公司在建投资项目总投资额为 447.78 亿元，已完成投资 70.69 亿元。

拟投资项目方面，截至 2017 年底，考虑在建项目，按公司持股比例计算，2018~2020 年，

公司投资项目分别需求投资 102.42 亿元、126.40 亿元和 97.12 亿元，投资规模较大，存在较大投资压力。

表9 截至2017年底公司主要在建投资项目情况（单位：万元、%）

项目类型	项目名称	公司投资比例	投资规模	项目施工合同金额	建设周期	已投资额	2018 年拟投资额	2019 年拟投资额	2020 年拟投资额
BT	海南三亚海棠湾水系治理工程项目	30.00	42000	33520	2013.05~2019.06	30434	3225	8341	0
BOT	广州至连州高速公路项目*	75.00	2462621	1662510	2016.11~2021.10	204880	504740	650470	650470
	开平至阳春高速公路项目	28.00	375225	693262	2017.10~2020.10	21364	134409	150090	69362
	广西贵港至隆安高速公路项目	28.00	582937	424400	2016.01~2019.12	222322	224000	136615	0
PPP	海口新海港区和马村港区建设工程 PPP 项目（BT 转 PPP100%）*	100.00	919200	707719	2016.06~未确定（滚动开发）	186604	51392	200000	190000
	鹤山市五条连接线（市政道路）工程项目*	100.00	33066	33066	2016.05~2018.12	24048	8622	396	0
	宜港散货泊位及配套物流园区基础设施 PPP 项目*	80.00	62750	59500	2016.12~2018.12	17225	31925	13600	0
合计			4477799	3613977		706877	958313	1159512	909832

注：*号项目的项目公司纳入合并范围，项目投资在无形资产反映。

资料来源：公司提供

表10 截至2017年底公司拟建投资项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	项目类型	公司投资比例	公司投资规模	建设周期	2018 年拟投资额	2019 年拟投资额	2020 年拟投资额
大连湾海底隧道和光明路延伸工程项目	PPP	0.92%	15005	2017.09~2021.08	3500	4500	5500
车陂路隧道工程项目	PPP	40.00%	69796	2017.10~2022.10	14483	22791	13381
海口疏港货运快速干道工程项目	PPP	22.50%	123638	2018.09~2020.08	32625	55161	35852
鹤山滨江路项目	PPP	100%	43982	2018.07~2020.07	15315	22000	6667
合计			252421	--	65923	104452	61400

资料来源：公司提供

（3）设备制造

近年来，公司船运业务持续低迷，公司设备制造板块收入大幅下降，未来收入受行业波动影响较大，存在一定不确定性。

公司工业制造板块主要由中交四航局江门航通船业有限公司负责，收入主要包括船舶制造和大型金属结构制造与安装。公司先后为境内外客户建造 100 多艘注册于 ABS、BV、CCS、HKMD、NK 等船级社的各类船

舶。公司主要承接的船舶为海洋平台多用途船、海洋平台供应船、抛锚供应船和油船。

受全球经济复苏乏力影响，航运业和造船业的过剩产能依然未能消化，公司三大主流船型的订单价格仍在市场低位徘徊，因此，公司采取差异化竞争策略，积极承揽特种船舶制造订单，特别是具有较高技术含量和附加值的海洋平台工作船订单。近三年，公司装备业务新签合同额大幅下降，分别为 17.09

亿元、6.94 亿元和 1.37 亿元。

近三年，公司设备制造板块实现营业收入大幅下降，年均复合减少 48.35%，2017 年为 3.21 亿元，同比减少 61.51%，毛利率水平持续下滑，由 2015 年的 19.07%下降至 2017 年的 14.22%。

(4) 其他业务

公司设计及房地产等其他业务围绕施工主业展开，近年来，房地产业务收入增长较快，对公司整体收入形成一定补充。

公司其他业务主要是勘查设计及咨询、房地产、房产租赁、监理服务、培训收入、物业管理等，2015~2017 年，公司其他业务分别实现收入 3.13 亿元、15.62 亿元和 13.34 亿元，呈增长趋势，2016 年大幅增长主要系房地产开发收入增长较快所致，为公司收入形成一定补充；毛利率保持在 10%左右，但有一定波动。

公司近年来涉足房地产业务，主要由湛江宝航置业有限公司、中交四航局第三工程有限公司等子公司负责，项目来源由原有的以“三旧改造”政策为支撑，通过自主开发、盘

活自有土地资源确立的房地产开发项目逐步拓展到围绕投资业务优势参与特色房地产开发。开发项目涵盖保障房和商品房开发。2016~2017 年公司分别实现房地产收入 6.68 亿元和 6.04 亿元，毛利率为 21%左右，主要来自湛江申蓝宝邸项目南区 and 湛江卧龙轩项目。

截至 2018 年 3 月底，公司房地产在售项目共 4 个，累计实现销售收入 32.43 亿元。公司在建项目 4 个，总投资额 105.94 亿元，已完成投资 26.15 亿元，未来尚需投资 79.79 亿元，未来投资规模较大。根据公司提供数据，随着在建项目的陆续完工销售，未来三年公司房地产业务预计实现收入合计 30 亿元左右，利润合计 8 亿元左右。未来，公司将通过加强与中交集团房地产板块、投资平台、海外平台等战略合作，积极探索房地产与投资及海外业务的联动发展机制，为公司收入形成重要支撑。

表11 截至2018年3月底公司在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	土地获取方式	项目所在地	建筑面积	总投资额	2017 年合同销售额	2018 年 1~3 月合同销售额	累计合同销售额	累计确认收入	销售进度
广州中交港湾大厦项目	自有用地转性改造	广东 广州	3.86	3.06	0.00	0.05	3.41	3.36	96.15
湛江中交龙海名都一期卧龙轩项目	自有用地转性改造	广东 湛江	15.00	6.63	1.28	0.02	5.92	5.64	73.56
湛江申蓝宝邸项目南区	出让方式	广东 湛江	46.78	17.37	6.98	1.17	13.79	5.64	67.72
中交天府成都项目	出让方式	四川 成都	41.83	30.27	6.43	2.88	9.31	--	24.32
合计			107.47	57.33	14.69	4.12	32.43	14.64	261.75

资料来源：公司提供

表12 截至2018年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	土地获取方式	项目所在地	建筑面积	总投资额	已投资额	计划预售时间
湛江申蓝宝邸项目北区	出让方式	广东 湛江	21.40	9.30	0.59	2019 年 8 月
湛江中交龙海名都项目	自有用地转性改造	广东 湛江	49.89	33.26	1.04	2020 年 9 月
中交集团南方总部基地 B 区	出让方式	广东 广州	19.28	33.11	9.48	2019 年 8 月

成都天府中交国际中心、中交西南研发中心及配套商住项目	出让方式	四川成都	70.13	30.27（国际中心+研发中心；配套商住暂未拿地现投资额未明确）	15.04	国际中心 2016 年 10 月；研发中心项目一批次 2017 年 5 月、二批次预计 2018 年 9 月
合计		--	160.70	105.94	26.15	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将在保持传统业务稳定发展的基础上，积极拓展投资业务和房地产业务，形成以工程承包业务为核心，投资业务、海外业务、房地产开发业务为战略支撑、多元业务协同发展的格局，成为国内一流、面向全球的基础设施及相关领域的工程承包商、特色投资商和资产运营商。

根据中交集团发展有关要求，结合公司自身发展实际情况，至“十三五”末，公司的海外业务贡献度达30%；投资业务（不含股权）的利润占比达35%以上；非传统项目新签合同额占比达25~30%。预计到2021年，公司新签合同额达770亿元、营业额达430亿元、利润总额达24亿元。

九、财务分析

1. 财务质量概况

公司提供了2015~2017年的财务报告，瑞华会计师事务所（特殊合作伙伴）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018年1季度财务数据未经审计。合并范围变化方面，2015年，咸宁四航建设有限公司、重庆四航铜合高速公路投资有限公司和中交物业广州有限公司不再纳入合并范围；2016年，公司子公司中交第四航务工程

局（大连）工程有限公司因注销不再纳入合并范围；2017年，宏建香港工程有限公司纳入合并范围，常德四航建设有限公司不再纳入合并范围；2018年1~3月，公司合并范围未发生变动。上述子公司规模较小，公司合并范围变更对财务数据可比性影响较小。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长。公司应收账款与存货对资金形成一定占用，货币资金充足，资产流动性尚可；随着公司 BOT 和 PPP 项目的投入，公司非流动资产增长较快，资产结构逐渐转为以非流动资产为主。公司整体资产质量一般。

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长 17.80%。2017 年底，公司资产总额为 427.14 亿元，其中流动资产占 47.77%，非流动资产占 52.23%。

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长 11.45%。2017 年底，公司流动资产为 204.03 亿元，较 2016 年底增长 20.36%，主要由货币资金、应收账款、存货和一年内到期的非流动资产构成。

表 13 2015~2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.96	12.33	43.60	13.37	61.77	14.46	37.52	8.65
应收账款	35.23	11.44	36.31	11.14	39.00	9.13	41.33	9.52
存货	39.25	12.75	38.27	11.74	42.25	9.89	52.52	12.10
一年内到期的非流动资产	17.48	5.68	24.86	7.63	41.10	9.62	35.41	8.16

流动资产	164.25	53.36	169.52	52.00	204.03	47.77	186.91	43.07
可供出售金融资产	35.02	11.38	40.30	12.36	43.98	10.30	44.55	10.27
长期应收款	21.44	6.96	23.63	7.25	42.25	9.89	44.02	10.14
长期股权投资	29.57	9.61	32.06	9.83	42.41	9.93	49.40	11.38
固定资产	29.68	9.64	29.14	8.94	30.19	7.07	29.13	6.71
非流动资产	143.56	46.64	156.48	48.00	223.11	52.23	247.06	56.93
资产总额	307.82	100.00	326.00	100.00	427.14	100.00	433.97	100.00

资料来源：公司审计报告及2018年1季度财务报表

2017年底，公司货币资金为61.77亿元，较2016年底增长41.68%，主要收取工程款规模较大所致。货币资金中银行存款占99.66%，受限货币资金规模很小，为609.62万元。

2015~2017年，公司应收账款年均复合增长5.22%。2017年底，公司应收账款为39.00亿元，较2016年底增长7.41%，主要为应收工程款。中交集团内部的应收款项一般不计提坏账准备，2017年底的规模为27.59亿元。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款39.50亿元，占比98.16%，计提坏账0.89亿元。

2015~2017年，公司其他应收款年均复合下降22.45%。2017年底，公司其他应收款为8.82亿元，较2016年底下降42.70%，主要为应收工程保证金、履约保证金、投标保证金和代垫款等。

公司在集团内部承接分包任务及担任总承包业务较多，关联交易多由业务往来产生，参照市场价格协商确定。2017年，公司作为分包向关联方提供劳务实现收入124.39亿元，占营业收入的40.69%；作为总包方接受关联方劳务发生金额15.94亿元，向关联方采购原材料发生金额4.49亿元，合计占营业成本的18.05%；其他关联交易主要系利息、租赁收入等。此外，公司与关联方资金往来金额较大，2017年底，公司应收关联方71.84亿元，应付关联方36.20亿元。

表14 2017年底公司关联方应收应付款情况
(单位：亿元)

项目	金额
----	----

应收关联方	应收账款	27.44
	预付款项	1.21
	其他应收款	1.86
	长期应收款	41.33
	合计	71.84
应付关联方	应付账款	14.80
	预收款项	6.13
	其他应付款	5.43
	长期应付款	9.84
	合计	36.20

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司存货年均复合增长3.75%。2017年底，公司存货为42.25亿元，较2016年底增长10.40%，以自制半成品及在产品（占42.71%）和工程施工（占48.77%）为主，其中工程施工20.60亿元，为建造合同形成的已完工未结算资产，计提跌价准备712.79万元；自制半成品及在产品18.05亿元，主要为房地产开发成本，未计提减值。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动资产年均复合增长53.34%。2017年底，公司一年内到期的非流动资产为41.10亿元，为一年内到期的长期应收款，主要为应收工程各项保证金。

2015~2017年，公司非流动资产年均复合增长24.66%。2017年底，公司非流动资产为223.11亿元，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和固定资产构成。

2015~2017年，公司可供出售金融资产年均复合增长12.05%。2017年底，公司可供出售金融资产为43.98亿元，包括按成本计量的可供出售权益工具37.56亿元和按公允价值计量的招商银行和招商证券的股票合计6.42亿元，其中金额较大的为对中海资产管理股份有限公司的投资额18.89亿元及贵州中交和兴

高速公路发展有限公司等参股项目公司的投资。

2015~2017 年，公司长期应收款年均复合增长 40.40%。2017 年底公司长期应收款为 42.25 亿元，较 2016 年底增长 78.84%，主要系 PPP 合同导致长期应收款增加。构成上看，主要为应收各项工程保证金 22.49 亿元和 PPP 合同等长期应收款项 19.77 亿元。

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长 19.77%。2017 年底，公司长期股权投资为 42.41 亿元，较 2016 年底增长 32.29%，主要为中国港湾工程有限责任公司权益法下确认的投资收益 5.42 亿元及广西中交贵隆高速公路发展有限公司追加投资 6.22 亿元。构成方面，主要为对联营企业中国港湾工程有限责任公司的投资 33.63 亿元构成。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 0.86%。2017 年底，公司固定资产账面原值为 70.95 亿元，累计折旧 40.74 亿元，账面价值为 30.19 亿元，主要由房屋建筑物（占 21.60%）和机器设备（占 70.83%）组成。

2015~2017 年，公司在建工程年均复合增长 50.13%。2017 年底，公司在建工程为 18.57 亿元，金额较大的投资项目包括南方总部基地 11.06 亿元、中交国际中心项目 4.71 亿元、中交西南研发中心(4#地块 3#~7#办公楼)1.54 亿元等，上述项目 2016 年投资总额增加较快，使得 2017 年底在建工程同比增长 56.84%。

2015~2017 年，公司无形资产年均复合增长 125.89%。2017 年底，公司无形资产为 32.84 亿元，较 2016 年底大幅增长 353.74%，主要系公司中交广连高速公路投资发展有限公司特许权增至 22.86 亿元所致。从构成来看，无形资产主要由土地使用权（占 20.09%）和 BOT 特许权（占 79.80%）构成。

截至 2017 年底，公司受限资产 12.20 亿

元，包括货币资金中的保证金 609.62 万元和用于长期借款抵押的存货 12.14 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 433.97 亿元，较 2017 年底增长 1.60%，其中流动资产较 2017 年底下降 8.39%，主要系货币资金和一年内到期的非流动资产下降所致；非流动资产较 2017 年底增长 10.73%，主要系无形资产和长期股权投资增长。2018 年 3 月底，公司货币资金 37.52 亿元，较上年底下降 39.26%，主要系春节前支付劳务费用规模较大导致；存货 52.52 亿元，较上年底增长 24.31%，为施工项目完工未结算增长所致；公司长期股权投资较 2017 年底增长 16.47%，主要为对参股公司的注资，确认对参股公司的投资收益；无形资产 47.33 亿元，较上年底增长 44.15%，系中交广连高速公路投资发展有限公司特许权增加所致。

3. 资本结构

随着未分配利润的增加，公司所有者权益保持稳定增长；实收资本和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。近三年，公司负债规模逐年增长，短期债务负担有所加重。

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 16.37%。2017 年底，公司所有者权益为 112.49 亿元，以实收资本和未分配利润为主。近三年，公司资本公积为负，主要系 2008 年公司收购航通公司少数股东权益所致。公司其他综合收益主要由可供出售金融资产公允价值变动构成。专项储备主要为根据施工企业的规定计提的安全费。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 116.72 亿元，与上年基本持平，构成无显著变化。

表 15 2015~2018 年 3 月公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

应付账款	106.19	47.25	126.23	54.59	172.72	54.89	172.93	54.73
预收款项	44.53	19.81	21.61	9.34	26.86	8.54	17.58	5.56
其他应付款	10.37	4.61	13.91	6.02	12.99	4.13	11.64	3.68
流动负债	178.82	79.56	185.90	80.40	272.86	86.72	252.92	80.04
长期借款	29.88	13.29	23.92	10.35	17.78	5.65	37.68	11.92
长期应付款	6.84	3.04	12.84	5.55	15.65	4.97	17.11	5.41
非流动负债	45.93	20.44	45.33	19.60	41.79	13.28	63.05	19.96
负债总额	224.76	100.00	231.22	100.00	314.65	100.00	315.97	100.00
实收资本	42.82	51.55	42.82	45.18	42.82	38.06	42.82	36.29
未分配利润	30.06	36.19	39.70	41.89	52.00	46.23	55.88	47.36
所有者权益合计	83.06	100.00	94.78	100.00	112.49	100.00	118.00	100.00

资料来源：公司审计报告及2018年1季度财务报表

2015~2017年，公司负债总额年均复合增长18.32%。2017年底，公司负债总额为314.65亿元，较2016年底增长36.08%，主要是应付账款和短期借款大幅增加所致。

2015~2017年，公司流动负债年均复合增长23.52%。2017年底，公司流动负债为272.86亿元，较2016年底增长46.78%，主要来自应付款项及短期借款的增长。

2015~2017年，公司短期借款年均复合增长222.86%。2017年底，公司短期借款为35.15亿元，较2016年底增长450.27%，主要系信用借款大幅增长至30.76亿元。

2015~2017年，公司应付账款年均复合增长27.53%。2017年底，应付账款172.72亿元，较2016年底增长36.83%，账龄在1年以内（含1年）的占92.47%，账龄超过1年的大额应付款项主要是尚未支付的应付分包工程款，尚未办理最终结算，债权单位包括中深圳市蛇口招商港湾工程有限公司、湛江市霞山区第二建筑工程公司等。

2015~2017年，公司非流动负债年均复合下降4.61%。2017年底，公司非流动负债为41.79亿元，较2016年底下降7.79%，主要来自长期借款下降。

2015~2017年，公司长期借款年均复合下降22.85%。2017年底，公司长期借款为17.78亿元，同比减少25.67%，主要质押借款9.10亿元和信用借款10.34亿元构成，其中有8.15亿元计入一年内到期的非流动负债中。

近三年，公司应付债券均为5.00亿元，为2014年发行的5年期非公开定向债务融资工具。

2015~2017年，公司长期应付款年均复合增长51.24%。2017年底，公司长期应付款为15.65亿元，包括融资租入固定资产租赁费6.98亿元及各工程项目分包商的质量保证金。其中融资租赁费用有息部分已调整至有息债务。

截至2018年3月底，公司负债总额315.97亿元，较2017年底基本稳定，公司整体负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比80.04%。2018年3月底，公司流动负债为252.92亿元，较上年下降7.31%，其中预收款项17.58亿元，较上年下降34.54%，主要系预收工程款变动；同期，公司短期借款30.34亿元，较上年下降13.70%；公司一年内到期的非流动负债7.09亿元，较上年下降41.23%。2018年3月底，公司非流动负债为63.05亿元，较上年增长50.87%，主要系长期借款规模增长所致。

近三年，公司有息债务规模快速增长，考虑长期应付款及其他流动负债中的有息债务，2017年底，公司调整后长期债务和调整后短期债务占比分别为33.36%和66.64%。2018年3月底，公司调整后全部债务92.58亿元，调整后长期债务和调整后短期债务占比分别为51.05%和48.95%，长期债务占比上升较快。

从债务指标来看, 2015~2017 年, 公司资产负债率基本稳定, 调整后全部债务资本化比率呈增长趋势, 调整后长期债务资本化比率均逐年下降, 2017 年底分别为 73.67%、42.11%和 19.53%。2018 年 3 月底, 公司资产负债率略有较 2017 年底下降, 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较 2017 年底均有所上升, 分别为 72.18%、43.97%和 28.60%。

4. 盈利能力

近年来, 公司主营业务突出, 营业利润和利润总额增长较快; 长期股权投资收益对利润贡献程度较大, 公司整体盈利能力较强。

近年来, 公司的主营业务收入主要来自建筑施工业务和投资业务。2017 年, 公司实现营业收入 307.86 亿元, 同比增长 10.02%, 2017 年, 公司营业成本 271.00 亿元, 同比增长 8.88%, 2017 年实现营业利润 19.34 亿元, 同比增长 15.99%, 营业利润率为 11.65%, 较上年上升 1.04 个百分点。

期间费用方面, 公司保持较高管理水平, 近三年, 公司期间费用占营业收入的比重小幅增长, 2017 年为 7.08%。公司期间费用以管理费用为主, 年均复合增长 16.08%, 2017 年管理费用 16.96 亿元, 主要为公司离退休人员费用、技术开发费等; 财务费用 2017 年同比增长 3.90 亿元至 4.59 亿元, 系海外业务汇兑收益大幅增加所致。

近三年公司投资收益变动较小, 2017 年为 5.36 亿元, 主要为联营企业中国港湾工程有限责任公司等权益法核算的长期股权投资收益 5.33 亿元以及可供出售金融资产等取得的投资收益 0.18 亿元, 投资收益对公司利润的贡献程度较大。

2015~2017 年, 公司利润总额年均复合增长 22.62%。同期, 调整后总资本收益率小幅波动, 净资产收益率呈增长趋势, 2017 年底分别为 9.92%和 14.71%。

2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 74.07 亿元, 相当于 2017 年的 24.06%。同期, 公司营业利润率为 9.47%, 较 2017 年底下降 2.17 个百分点; 实现利润总额 4.36 亿元, 相当于 2017 年的 22.80%。

5. 现金流分析

公司收现质量尚可, 经营活动现金净流入规模较大, 可以覆盖当期投资活动净流出规模; 未来随着公司投资项目建设的逐步推进, 公司融资需求较大。

从经营活动现金来看, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流以主营业务收支为主, 公司收到及支付其他与经营活动有关的现金基本稳定, 主要是收到分包商的保证金。近年来, 公司现金收入比分别为 106.80%、100.76%和 94.18%, 公司收入实现质量尚可。同期, 公司经营活动现金流量净额分别为 16.78 亿元、21.76 亿元和 35.20 亿元, 呈逐年增长态势。

2015~2017 年, 公司投资活动现金流入以取得投资收益收到的现金和处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金为主, 2017 年, 公司投资活动现金流入量 4.36 亿元。投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金为主, 2017 年购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增加, 主要为广州之窗大厦总部建设支出、新增固定资产支出及新增 BOT 项目支出; 同期, 公司投资活动现金流出量为 38.96 亿元。整体看, 近三年公司投资活动现金流整体表现为净流出。

2015~2017 年筹资活动流入主要为取得借款收到的现金, 2017 年为 33.61 亿元。2017 年, 公司收到其他与筹资活动有关的现金 1.88 亿元, 主要为融资租赁款项, 筹资活动现金流出主要是偿还债务、支付利息和分配股利等支付的现金。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流净额分别为 8.07 亿元、-4.54 亿元和

17.65 亿元。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 66.59 亿元，相当于 2017 年全年的 22.97%，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.19 亿元；公司现金收入比较 2017 年底有所下降，为 89.91%。2017 年 1~3 月，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 28.68 亿元，主要系房地产及 BOT 项目的持续投入，公司投资活动产生的现金流量净额为 -34.72 亿元。同期，公司筹资活动现金流入以新增借款为主，金额 46.10 亿元，流出以偿还债务为主，金额为 36.01 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 10.34 亿元。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力极强，其中受公司投资项目规模大影响，需一定短期债务资金周转，公司短期偿债能力一般；公司间接融资渠道较通畅。

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率有所下降，受流动负债规模增幅较大影响，2017 年流动比率同比下降 16.42 个百分点，为 74.77%；速动比率波动较大，且呈下降趋势，2017 年底为 59.29%。2017 年底，公司不受限的现金类资产为 62.59 亿元，可以覆盖同期短期债务，近三年，公司经营现金流动负债比逐年上升，2017 年底为 12.90%。截至 2018 年 3 月底，流动比率和速动比率较 2017 年底均小幅下降，分别为 73.90%和 53.14%，受部分投资项目项目贷款尚未落地，公司短期债务规模上升，同期现金类资产不足覆盖短期债务。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，调整后长期债务规模有所下降，长期偿债能力指标有所改善；2015~2017 年，调整后全部债务/EBITDA 分别为 2.33 倍、2.00 倍和 2.93 倍；EBITDA 利息倍数分别为 4.75 倍、8.96 倍和 7.82 倍。考

虑到公司的股东背景及支持力度，总体看，公司整体偿债能力极强。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 6 月底，公司获得的银行授信额度合计 380.26 亿元，已使用授信额度 92.71 亿元，公司间接融资渠道通畅。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额 15.00 亿元，相当于公司 2017 年底调整后长期债务的 54.96%，调整后全部债务的 18.33%，对公司现有债务结构及规模有一定影响。

2017 年底，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 73.67%、42.11%和 19.53%，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别升至 74.56%、46.26%和 27.32%。公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行贷款，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.87 亿元、26.89 亿元和 27.88 亿元，分别为本期中期票据发行金额的 1.46 倍、1.79 倍和 1.86 倍，EBITDA 对本期中期票据的保护能力一般。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 294.69 亿元、288.10 亿元和 295.13 亿元，分别为本期中期票据发行金额的 19.65 倍、19.21 倍和 19.68 倍，经营活动现金流入量对待偿还本金保障程度强。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行金额的 1.12 倍、1.45 倍和 2.35 倍，保障能力一般。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度一般；经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力

强。

十、结论

公司为中交股份全资子公司，主要从事海内外港口、公路、桥梁、铁路、市政工程等基础设施建设及相关投资、工业造船、勘察设计和房地产业务。公司在股东支持、施工资质、业务多元化、新签订单规模、整体盈利能力等方面优势突出，同时，联合资信也关注到建筑施工行业竞争激烈、船舶制造行业需求低迷、项目投资支出压力较大等因素对公司经营带来的不利影响。

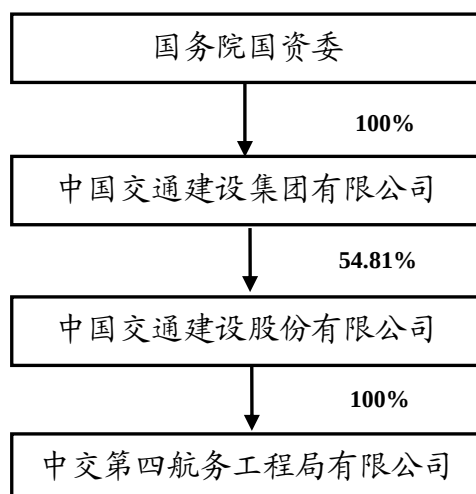
近年来，公司资产规模持续增长，随着投资项目的投入，资产结构逐渐转为以非流动资产为主。受未分配利润增加影响，公司所有者权益保持稳定增长，稳定性一般。公司负债规模逐年增长，短期债务负担有所加重。近年来，公司主营业务突出，整体盈利能力较强，经营活动现金流量净额持续增长。

未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变，在完成已签约项目的同时按计划继续开发 BOT、PPP 市场，未来营业收入有望稳步增长；同时，长期股权投资收益对公司利润贡献较大，联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。公司经营活动现金流入对本期中期票据保障程度强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图
(截至 2018 年 3 月底)

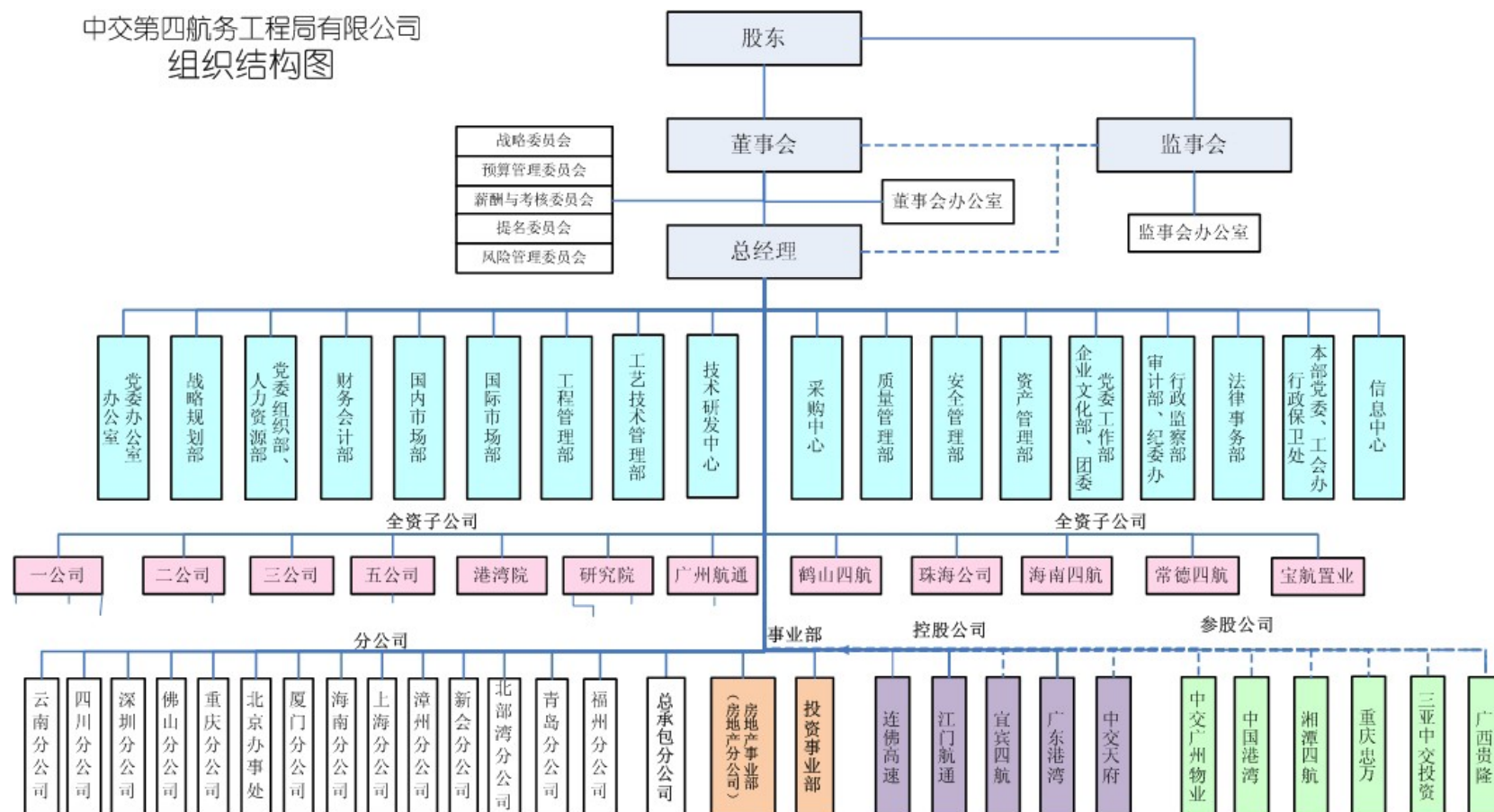


附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	企业类型	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)	享有的表决权(%)	取得方式
1	中交四航局第一工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口及公路	21959.10	100	100	投资设立
2	中交四航局第二工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口及公路	51082.72	100	100	投资设立
3	中交四航局第三工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口及公路	30020.37	100	100	投资设立
4	中交四航工程研究院有限公司	2	境内非金融子企业	港口工程	5785.98	100	100	投资设立
5	中交四航局港湾工程设计院有限公司	2	境内非金融子企业	勘察设计及咨询	1706.51	100	100	投资设立
6	中交四航局珠海工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口工程	647.78	100	100	投资设立
7	广州航通船业有限公司	2	境内非金融子企业	大型设备建造工程	26000.00	100	100	投资设立
8	广东港湾工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口工程	1000.00	60	60	非同一控制下的合并
9	海南中交四航建设有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设、建设项目投资	5000.00	100	100	投资设立
10	中交四航局第五工程有限公司	2	境内非金融子企业	港口及公路	10001.00	100	100	投资设立
11	宏建香港工程有限公司	2	境外子企业	基础设施建设	84.08	100	100	投资设立
12	中交四航局江门航通船业有限公司	2	境内非金融子企业	大型设备建造	23500.00	100	100	投资设立
13	湛江宝航置业有限公司	2	境内非金融子企业	房地产开发	800.00	1000	100	投资设立

序号	企业名称	级次	企业类型	业务性质	实收资本(万元)	持股比例(%)	享有的表决权(%)	取得方式
14	中交珠海城际轨道交通投资建设有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设	20000.00	100	100	投资设立
15	中交天府成都实业有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设	30000.00	40	40	投资设立
16	宜宾四航投资建设有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设	4000.00	80	80	投资设立
17	中交广东连佛高速公路投资发展有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设	20000.00	75	75	投资设立
18	鹤山市四航投资建设有限公司	2	境内非金融子企业	基础设施建设	7300.00	100	100	投资设立

附件 1-3 公司组织结构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.47	44.39	63.19	38.19
资产总额(亿元)	307.82	326.00	427.14	433.97
所有者权益(亿元)	83.06	94.78	112.49	116.72
短期债务(亿元)	10.17	16.76	53.63	44.67
调整后短期债务(亿元)	10.17	18.82	54.52	45.32
长期债务(亿元)	34.88	28.92	22.78	42.68
调整后长期债务(亿元)	40.84	34.89	27.29	47.27
全部债务(亿元)	45.05	45.69	76.42	87.35
调整后全部债务(亿元)	51.01	53.72	81.82	92.58
营业收入(亿元)	270.69	279.82	307.86	74.07
利润总额(亿元)	12.54	16.81	18.86	4.33
EBITDA(亿元)	21.87	26.89	27.88	--
经营性净现金流(亿元)	16.78	21.76	35.20	0.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.76	7.68	7.97	--
存货周转次数(次)	6.45	6.42	6.73	--
总资产周转次数(次)	0.91	0.88	0.82	--
现金收入比(%)	106.80	100.76	94.18	89.91
营业利润率(%)	8.96	10.61	11.65	9.47
总资产收益率(%)	10.83	11.50	10.21	--
调整后总资产收益率(%)	10.35	10.88	9.92	--
净资产收益率(%)	12.54	14.65	14.71	--
长期债务资本化比率(%)	32.73	23.38	16.84	26.56
调整后长期债务资本化比率(%)	32.96	26.91	19.53	28.60
全部债务资本化比率(%)	35.71	32.53	40.45	42.54
调整后全部债务资本化比率(%)	38.05	36.17	42.11	43.97
资产负债率(%)	73.02	70.93	73.67	72.81
流动比率(%)	91.85	91.19	74.77	73.90
速动比率(%)	69.90	70.60	59.29	53.14
经营现金流动负债比(%)	9.38	11.70	12.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.06	1.70	2.74	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.33	2.00	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.75	8.96	7.82	--

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分，调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分，调整后全部债务=调整后长期债务+调整后短期债务；

短期债务和长期债务求和与全部债务不等主要系四舍五入所致。

2、2018 年 1 季度财务数据未经审计。

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%
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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 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 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 中交第四航务工程局有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中交第四航务工程局有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中交第四航务工程局有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中交第四航务工程局有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中交第四航务工程局有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中交第四航务工程局有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中交第四航务工程局有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中交第四航务工程局有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中交第四航务工程局有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中交第四航务工程局有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中交第四航务工程局有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。