信用等级公告

联合〔2019〕2066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及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中交第四航务工程局有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“18中交四航MTN001”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

二〇一九年七月十八日

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

中交第四航务工程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：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 中交四航 MTN001	15.00 亿元	2021/12/24[1]	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 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.39	63.19	59.56	40.78
资产总额(亿元)	326.00	428.22	524.20	532.37
所有者权益(亿元)	94.78	113.49	144.69	151.06
短期债务（亿元）	16.76	53.63	38.08	57.34
长期债务（亿元）	28.92	22.78	54.91	66.86
全部债务(亿元)	45.69	76.42	92.99	124.20
营业收入(亿元)	279.82	307.86	333.05	64.13
利润总额(亿元)	16.81	19.13	21.94	5.30
EBITDA(亿元)	26.89	27.05	30.36	--
经营性净现金流(亿元)	21.76	35.20	36.01	0.12
营业利润率(%)	10.61	11.65	10.78	12.75
净资产收益率(%)	14.65	14.58	13.66	--
资产负债率(%)	70.93	73.50	72.40	71.62
全部债务资本化比率(%)	32.53	40.24	39.12	45.12
流动比率(%)	91.19	74.71	71.65	70.77
经营现金流动负债比（%）	11.70	12.90	11.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.70	2.83	3.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.96	9.90	6.22	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：张雪婷　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 中交四航 MTN001”为永续中票，期限为 3+N 年（N 为续期数），到期兑付日为首个行权日。

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。跟踪期内，公司继续在股东支持、施工资质、业务多元化、新签订单规模、整体盈利能力等方面保持突出优势。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，建筑施工行业竞争激烈，公司项目投资支出压力较大，债务规模增长较快，海外业务面临政治、经济和汇率风险等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

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，未来公司盈利水平有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 中交四航 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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. 跟踪期内，公司新签合同额持续增长，在华南地区及海外项目承揽方面优势明显，在手订单充足，为公司未来发展提供保障。
4. 跟踪期内，公司传统建筑施工业务继续保持多元化领域发展，投资业务增长较快，公司整体盈利能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司在建和拟建 BOT/PPP 项目

投资规模较大，有息债务增长较快，未来融资需求仍较大。

2. 公司海外业务规模较大，面临一定政治、经济和汇率等方面的风险。

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。

中交第四航务工程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”）关于中交第四航务工程局有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 42.82 亿元，中国交通建设股份有限公司（以下简称“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”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，主营业务板块稳定发展，营业收入保持增长。截至 2019 年 3 月底，公司内设办公室、战略运营部、财务资金部、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 22 家，在岗职工 6470 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 524.20 亿元，所有者权益合计为 144.69 亿元（其中少数股东权益 6.28 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 333.05 亿元，利润总额 21.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 532.37 亿元，所有者权益合计为 151.06 亿元（其中少数股东权益 6.94 亿元）。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.13 亿元，利润总额 5.30 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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评的公司存续债券为“18中交四航MTN001”，债券余额为15.00亿元，募集资金全部用于偿还银行贷款。根据公司于2019年4月9日发布的《2018年度第一期中期票据募集资金用途变更公告》，公司已按原计划用途使用募集资金14.66亿元偿还银行贷款，剩余部分使用自有资金偿还，故经公司有权机构批准同意，公司将剩余募集资金0.34亿元用途调整为偿还其他银行借款。跟踪期内，“18中交四航MTN001”尚未到还本付息日。

表1　截至2019年6月底跟踪评级债券概况

（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 中交四航 MTN001	15.00	15.00	2018/12/24	3(3+N)

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

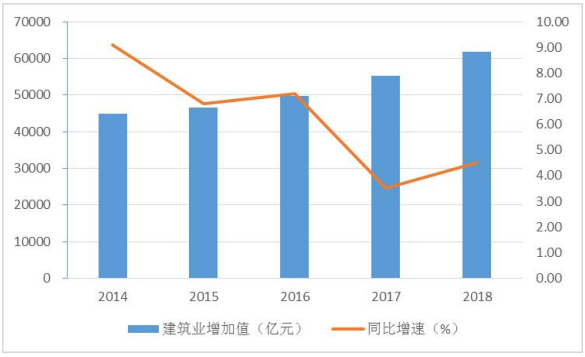
公司所属行业为建筑行业，主营业务为航务工程、公路、桥梁的交通建设。

（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，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 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

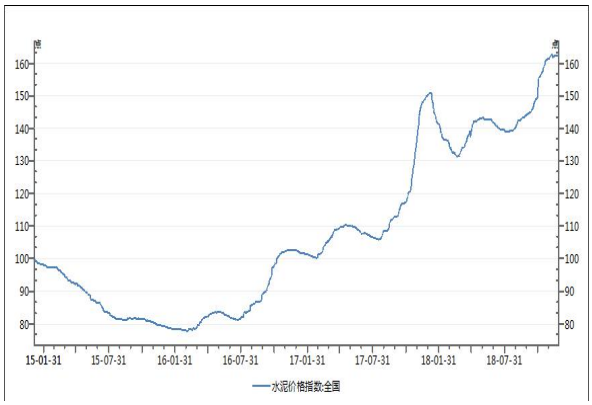
（2）上游原材料供给及下游需求

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。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

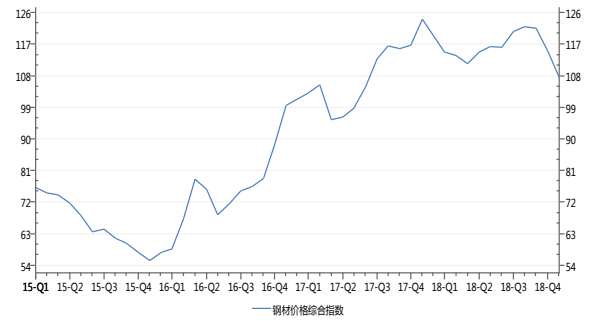
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

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；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（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。

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。

表 2　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

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间。

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大。

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

（5）建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

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

跟踪期内，广东省经济保持较快增长，区域基础设施建设力度加大，为公司生产经营提供了良好的外部环境。

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《广东省 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，广东省实现地区生产总值（GDP）97277.77 亿元，同比增长 6.8%。其中，第一产业增加值 3831.44 亿元，增长 4.2%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.5%；第二产业增加值 40695.15 亿元，增长 5.9%，对地区生产总值增长的贡献率为 38.6%；第三产业增加值 52751.18 亿元，增长 7.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 58.9%。三次产业结构比重由 2017 年的 4.2:43.0:52.8 调整为 4.0:41.8:54.2。2018 年，广东省人均地区生产总值达 86412 元，按年平均汇率折算为 13058 美元。分区域看，珠三角地区生产总值占全省比重为 80.2%，东翼、西翼、山区分别占 6.6%、7.4%、5.8%。

2018年，广东省固定资产投资较上年增长10.7%。分投资主体看，国有经济投资增长13.9%，民间投资增长8.9%，港澳台、外商经济投资增长1.7%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年下降20.9%；第二产业投资增长0.6%；第三产业投资增长14.9%。基础设施投资增长8.2%，占固定资产投资的比重为25.0%。

2018年，广东省建筑业生产经营平稳向好，全年全社会建筑业增加值3216.28亿元，比上年增长5.3%。全年具有资质等级的建筑企业6509个，比上年增长16.0%；总承包和专业承包完成建筑业总产值13714.37亿元，增长20.6%；实现利润总额509.64亿元，增长9.8%；利税总额941.34亿元，增长11.2%。2018年，广东省总承包和专业分包建筑企业签订合同额38856.07亿元，同比增长25.4%，增幅同比提高2.7个百分点。其中：上年结转合同额19271.69亿元，同比增长29.8%，增幅同比提高9个百分点；本年新签合额19584.38亿元，同比增长21.3%。2018年，广东省总承包和专业承包建筑业企业中，铁路工程建筑产值573.35亿元，同比增长87.7%，市政道路工程建筑产值860.23亿元，增长87.7%；其他道路、隧道和桥梁工程建筑产值234.85亿元，增长41.3%。河湖治理及防洪设施工程产值173.24亿元，增长31.3%；工矿工程建筑产值105.18亿元，增长27.1%；管道工程建筑产值54.57亿元，增长31.7%。其他土木工程建筑增长加快，完成产值596.18亿元，同比增长26.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至2019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。

2. 技术水平及竞争力

跟踪期内，公司无新增建筑资质，已持有资质齐全且等级较高，业务继续向多元化领域发展，港口与航道业务竞争力强。

资质方面，公司拥有港口与航道工程施工总承包特级（含水运行业设计甲级）资质，公路工程和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，在混泥土耐久技术、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。2018年，公司投入研发费用11.10亿元，较上年略有增长，占营业收入比重为3.33%。

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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工构成等未发生重大变化。

4. 外部支持

公司股东背景实力强，跟踪期内持续在资金及业务获取方面给予公司较大支持。

公司系中交股份全资子公司，实际控制人为中交集团，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。2018 年，公司新签施工合同额中依托于中交集团的占比 43%。资金方面，2018 年，中交股份给予公司 28.66 亿元贷款，包含部分续贷，贷款利率为基准利率下浮 10%，即 3.9%左右，截至 2018 年底，中交股份给予公司的贷款余额 18.96 亿元。中交集团下属中交财务公司给予公司 17.50 亿元的授信额度，资金成本在 3.9%左右。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2019 年 6 月 26 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 2019 年 7 月 18 日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入持续增长，收入构成仍以跨领域建筑施工业务为主导，投资项目收入规模及占比继续提升。公司主营业务毛利率保持相对稳定。

跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，2018 年实现主营业务收入 330.58 亿元，同比增长 8.13%。从构成来看，建筑施工业务收入占比 72.47%，仍为公司的主要收入来源；投资项目收入呈快速增长趋势，2018 年实现收入 72.81 亿元，占主营业务收入比重为 22.03%；受船舶制造行业不景气影响，设备建造收入规模及占比继续下降，2018 年仅占 0.50%；其他业务收入增长主要系房地产业务收入增长所致。

从毛利率来看，2018年，公司主营业务毛利率为11.02%，较上年略有下降。其中，受占比较高的港口工程、铁路工程和公路工程毛利率下降影响，公司建筑施工业务毛利率同比下降2.50个百分点至9.24%；投资项目毛利率较上年增长3.20个百分点至16.14%。

2019年1~3月，公司主营业务收入为63.56亿元，相当于2018年全年的19.23%，仍以建筑施工收入为主，收入构成保持稳定。

表 3　2017~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主营业务收入情况（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
建筑施工	226.18	73.98	11.74	239.56	72.47	9.24	48.44	76.21	11.49
投资项目	63.00	20.61	12.94	72.81	22.03	16.14	13.53	21.28	16.84
设备建造	3.21	1.05	14.22	1.65	0.50	7.86	0.48	0.75	16.05
其他	13.34	4.36	9.28	16.55	5.00	14.52	1.12	1.76	13.95
合　计	**305.73**	**100.00**	**11.91**	**330.58**	**100.00**	**11.02**	**63.56**	**100.00**	**12.96**

注：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
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）建筑施工

跟踪期内，公司建筑施工业务收入保持增长，港口工程施工收入占比仍较高，道路工程对收入贡献不断增大；此外，海外业务运行稳定，但受海外业务竞争激烈影响，利润空间有所降低。公司新签订单量持续增长，在手订单充足，未来业务保障较好。

公司传统建筑施工业务呈多元化发展态势，业务种类较多，主要包括港口工程、铁路工程、公路工程、疏浚吹填工程等。近年来，公司传统建筑施工业务在激烈的市场竞争中仍保持稳定，收入规模持续增长。

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。2018 年，公司实现港口工程收入 130.58 亿元，同比增长 5.22%，在建筑施工板块收入占比为 54.51%，较上年基本保持稳定；毛利率水平为 9.88%，同比下降 4.43 个百分点，主要系原材料成本增长所致，但毛利率仍维持在合理水平。

公路工程方面，公司拥有公路工程施工总承包一级资质，参与了多条国道主干线的建设。2018 年，公司实现公路工程收入 53.13 亿元，同比略有增长，毛利率水平保持稳定。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，2018 年实现铁路工程收入 31.31 亿元，同比增长 9.06%。由于市场竞争激烈，铁路、公路工程项目盈利能力相对较弱，2018 年分别为 5.92%和 8.05%，较上年分别下降 2.64 个百分点和 0.31 个百分点。

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，2018 年实现收入 7.68 亿元，受业务量缩减及部分项目结算进度影响，收入规模同比下降 35.62%，毛利率为 9.60%，较上年略有提升。

2019 年 1~3 月，公司实现传统建筑施工业务收入 48.44 亿元，相当于 2018 年该板块业务收入 20.22%，收入来源仍主要来自港口、公路和铁路工程，收入结构保持稳定。毛利率为 11.49%，较 2018 年全年上升 2.25 个百分点。

表4 2017~2018年及2019年1~3月公司建筑施工板块收入构成（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
港口工程	124.10	54.87	14.31	130.58	54.51	9.88	28.04	57.88	13.72
铁路工程	28.71	12.69	8.56	31.31	13.07	5.92	2.86	5.90	5.59
公路工程	51.37	22.72	8.36	53.13	22.18	8.05	14.80	30.55	7.84
桥梁工程	3.90	1.72	8.39	2.84	1.19	8.16	0.78	1.61	7.84
隧道工程	1.65	0.73	11.72	1.08	0.45	2.43	--	--	--
机场建设	3.84	1.70	3.23	3.75	1.56	16.08	0.10	0.21	21.26
房屋建筑	0.66	0.29	47.20	2.89	1.21	16.12	0.10	0.21	3.01
疏浚吹填	11.93	5.28	9.02	7.68	3.20	9.60	0.03	0.06	6.30
其他基建工程	--	--	--	6.30	2.63	16.73	1.73	3.57	17.92
合计	**226.18**	**100.00**	**11.74**	**239.56**	**100.00**	**9.24**	**48.44**	**100.00**	**11.49**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司建筑施工板块重大在建项目合同额合计 93.92 亿元，累计已施工投资 20.55 亿元，项目涵盖隧道、市政和水工等多种工程类型。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5　截至2019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
粤澳新通道（青茂口岸）项目鸭涌河综合整治工程	市政	2019-01-01	2020-01-20	8.93	1.94	0.73
东莞市水生态建设项目五期工程	市政	2019-01-25	2020-03-31	18.45	1.51	1.25
车陂路新滘东路隧道工程项目	隧道	2017-10-15	2022-05-16	12.27	4.32	2.43
深圳至中山跨江通道主体工程（S09 标）	隧道	2018-08-02	2023-12-31	14.10	4.49	4.00
广西柳江红花水利枢纽二线船闸工程土建Ⅲ标	水工	2017-11-28	2020-11-28	5.98	1.26	1.01
引江济谁工程（安徽段）江淮沟通段施工 JOO5-1 标施工	市政	2018-11-01	2022-12-31	11.43	0.65	0.44
白驹大道改造及东延长线工程建设工程	公路	2018-10-01	2019-12-28	11.23	1.86	2.32
中化泉州乙烯及炼油改扩建配套码头工程	水工	2018-07-01	2020-03-31	3.37	1.80	1.06
西津水利枢纽二线船闸工程土建Ⅲ标	水工	2017-06-30	2021-02-28	6.85	1.58	1.03
湛江港宝满港区集装箱码头一期扩建堆场整治工程	水工	2017-03-26	2019-12-31	1.31	1.14	0.97
合　计				**93.92**	**20.55**	**15.24**

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及海外，以国内为主，分布区域较广，有助于降低和稀释业务风险。跟踪期内，公司建筑施工业务收入仍主要来自国内，但随着海外市场的开拓，国内市场收入占比呈下降趋势。2018年，公司国内和海外建筑施工业务收入占比分别为63.60%和36.40%。

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、海南等经济发展潜力较大的地区。公司客户主要集中在中交集团内部、政府下属城建集团、各大港口集团、电力集团等，多为国有企业，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6　公司2017~2018年及2019年1~3月建筑施工业务区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	160.28	70.94	152.37	63.60	35.64	73.57
海外	65.90	29.06	87.19	36.40	12.80	26.43
合计	**226.18**	**100.00**	**239.56**	**100.00**	**48.44**	**100.00**

资料来源：公司提供

海外业务方面，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以美元计价，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。但受海外业务竞争激烈影响，市场报价利润空间较小。

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，2018 年实现海外施工营业额 87.19 亿元，较上年增长 32.31%。截至 2019 年 3 月底，公司前十大重要的在建海外项目合同额约 151.90 亿元，已确认收入 75.39 亿元，已回款 64.13 亿元，回款情况尚可，主要分布在非洲、中东及东南亚地区。未来公司将进一步扩张海外业务，争取将海外合同量扩展到总合同量的三分之一。

表7　截至2019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	中交蒙巴萨港新建 KOT 项目	港口	2019.02	2021.08	27.42	1.92	0.95	7.01
2	东帝汶帝巴湾集装箱码头项目部	码头	2018.08	2021.04	10.63	0.05	0.51	0.45
3	中交拉姆港 1-3 号泊位工程项目经理部	桥梁	2015.09	2019.12	25	18	15.13	72.00
4	赞比亚 D19 公路升级改造项目	公路	2013.09	2020.12	13.78	0.5	0.4	4.00
5	沙特吉赞经济城商业港项目	码头	2016.12	2019.09	20.34	15.4	12.85	75.71
6	几内亚铝矾土出口项目（海工结构）	码头	2017.02	2019.12	4.68	4.51	4.37	96.37
7	斯里兰卡港口城市政项目	码头	2018.07	2020.07	7.14	1.19	0.37	16.67
8	纳米比亚鲸湾港新集装箱码头水工工程	码头	2014.05	2019.08	13.24	12.36	11.04	94.00
9	加纳特码新集装箱码头项目工程	码头	2016.07	2020.08	24.65	20.19	17.79	81.91
10	尼日利亚凯菲至马库尔迪公路改扩建改扩建工程	公路	2019.03	2022.03	5.02	1.27	0.72	25.30
合　计					**151.90**	**75.39**	**64.13**	--

资料来源：公司提供

新签合同

2018 年，公司施工板块新签合同额 590.73 亿元，较上年增长 39.62%。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，2018 年，公司国内和海外施工新签合同额占比分别为 79.18%和 20.82%。公司在传统核心经营区域的竞争优势明显，2018 年，华南（广东、海南、广西）区域核心市场新签合同金额 193.11 亿元，占新签合同总额的 32.69%，华东及西南地区分别占 4.30%和 7.02%。海外业务方面，公司继续推行“海外优先”发展战略，海外业务新签合同额逐年稳步增长，2018 年公司海外业务新签合同额 122.99 亿元，较上年增长 20.82%。

从业务板块来看，2018 年，公司在水利水电及跨海通道业务方面的拓展带动港航疏浚板块新签合同额同比大幅增长，2018 年达 171.97 亿元，较上年增长 66.43%，占当年新签合同总额的 29.11%。同期，路桥轨道施工新签合同额快速增长，2017~2018 年新签合同额占比达 50%以上。

截至 2018 年底，公司在手未完工合同数量为 138 个，金额合计 712.35 亿元，其中境外合同额 293.46 亿元。总体看，公司保持较大规模的新签合同量，在手未完工金额较大，为公司未来收入提供支撑。

表8　公司2016~2018年施工板块业务分类新签合同额（单位：亿元、%）

业务分类		2016 年		2017 年		2018 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
港航疏浚	航务工程	135.78	38.81	55.10	13.02	56.85	9.62

	疏浚工程	1.99	0.57	2.43	0.57	0.48	0.08
	水利水电	1.30	0.37	10.73	2.54	49.02	8.30
	吹填造地	--	--	33.27	7.86	9.38	1.59
	港航其他	2.07	0.59	1.80	0.43	32.18	5.45
	跨海通道	--	--	--	--	24.07	4.07
	小计	**141.14**	**40.34**	**103.33**	**24.42**	**171.97**	**29.11**
路桥轨道	道路工程	63.34	18.11	173.33	40.97	216.58	36.66
	铁路工程	--	--	0.01	0.00	4.37	0.74
	轨道工程	7.61	2.18	13.91	3.29	8.53	1.44
	市政工程	24.12	6.89	17.80	4.21	66.24	11.21
	房屋建筑	16.09	4.60	14.36	3.39	0.05	0.01
	陆上其他	4.84	1.38	--	--	--	--
	小计	**116.00**	**33.16**	**219.41**	**51.86**	**295.77**	**50.07**
海外业务	海外航务	79.61	22.76	38.49	9.10	73.37	12.42
	海外路桥	12.93	3.70	61.78	14.60	47.04	7.96
	海外其他	0.16	0.05	0.10	0.02	2.58	0.44
	小计	**92.70**	**26.50**	**100.37**	**23.72**	**122.99**	**20.82**
合　计		**349.84**	**100.00**	**423.11**	**100.00**	**590.73**	**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，要在中交集团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。

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。

（2）投资业务

跟踪期内，公司加强投资业务开发力度，投资业务收入快速增长，目前在建投资项目规模大，未来存在一定投资压力。

跟踪期内，公司积极拓展投资业务，投资力度有所加强。目前公司投资业务分为股权投资和 BT/BOT/PPP 项目两大类，其中 BT 项目已全部投资回款完毕。长期股权投资方面，2018 年公司获得按权益法核算的长期股权投资收益 6.83 亿元，较上年增长 28.14%，占利润总额的 31.13%，对公司利润贡献较大，主要来源于公司持有的中国港湾 30%股权。

2018 年，公司实现投资业务收入 72.81 亿元，同比增长 15.57%，主要来自 BOT/PPP 项目施工收入。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，

2018 年投资业务毛利率为 16.14%，较上年增长 3.20 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司在建投资项目 12 个，其中 BOT 项目 3 个、PPP 项目 8 个，城市片区开发项目 1 个。截至 2019 年 3 月底，公司在建投资项目总投资额为 648.83 亿元，已完成投资 175.23 亿元。

拟投资项目方面，截至 2018 年底，公司拟投资 3 个 PPP 项目，按公司持股比例计算，总投资 45.92 亿元。若将公司在建项目投资计划考虑在内，2019~2021 年，公司投资项目分别需求投资 17.43 亿元、11.62 亿元和 11.45 亿元，投资规模较大，存在较大投资压力。

表9　截至2019年3月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	2019 年拟投资额	2020 年拟投资额	2021 年拟投资额
BOT	广州至连州高速公路项目*	75.00	2462621	1662510	2016.11~2021.10	611205	630000	550000	550000
	开平至阳春高速公路项目	28.00	375225	693262	2017.10~2020.10	67637	127200	180388	--
	广西贵港至隆安高速公路项目	28.00	582937	424400	2016.01~2019.07	465679	117258	--	--
	小计	**--**	**3420783**	**2780172**	**--**	**1144521**	**874458**	**730388**	**550000**
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）	209587	25933	--	--
	鹤山市五条连接线(市政道路)工程项目*	100.00	33066	33066	2016.05~2018.12	31175	1550	--	--
	宜港散货泊位及配套物流园区基础设施 PPP 项目*	80.00	47600	59500	2016.12~2018.12	39330	9110	--	--
	车陂路-新滘东路隧道工程（黄埔大道至新港东路）PPP 项目	40.00	69796	69796	2017.12~2022.12	16400	12000	19000	12000
	小计	**--**	**1084812**	**870081**	**--**	**296492**	**48593**	**19000**	**12000**
合计			**4505595**	**3650253**	**--**	**1441013**	**923051**	**749388**	**67000**

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

（3）设备制造

跟踪期内，公司设备制造业务订单量萎缩，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。2018 年，公司装备业务新签合同额 1.08 亿元，较上年略有下降。同期，公司设备制造板块实现营业收入 1.65 亿元，较上年下降 48.60%，毛利率继续下滑至 7.86%。

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。

八、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

公司 2018 年审计报告执行新金融工具准则和新收入准则，对部分科目进行调整，并对 2018 年期初数进行追溯。本报告 2017 年财务数据采取 2018 年审计报告期初数。

合并范围变化方面，2018 年，公司合并范围新增广州港湾工程质量检测有限公司、中交四航局广州南沙工程有限公司、乐清四航交通建设投资有限公司、中交联合海南路桥投资有限公司和苍南四航建设有限公司共 5 家子公司，减少了广东港湾工程有限公司和湛江宝航置业有限公司 2 家子公司；2019 年 1~3 月，公司合并范围新增赤壁四航交通投资建设有限公司。上述合并范围变化对公司财务数据影响较小，财务数据可比性较强。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司合计 22 家（详见附件 1-3）。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构以非流动资产为主。公司货币资金较为充足，应收类款项与存货（合同资产）对资金形成一定占用，但中交集团内部的应收款项占比高，回收风险较小，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，整体资产质量尚可。

截至 2018 年底，公司资产总额 524.20 亿元，同比增长 22.41%，其中流动资产占 41.92%、非流动资产占 58.08%，公司资产结构以非流动资产为主。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61.77	14.42	57.66	11.00	40.18	7.55
应收票据及应收账款	40.16	9.38	40.91	7.80	35.58	6.69
其他应收款	8.74	2.04	19.73	3.76	18.95	3.56
存货	21.64	5.05	17.90	3.41	19.70	3.70
合同资产	20.54	4.80	33.80	6.45	46.80	8.79
一年内到期的非流动资产	41.03	9.58	35.89	6.85	33.39	6.27
流动资产	**203.85**	**47.60**	**219.74**	**41.92**	**211.07**	**39.65**
长期应收款	24.84	5.80	38.97	7.43	40.71	7.65
长期股权投资	48.38	11.30	62.83	11.99	64.03	12.03
其他权益工具投资	37.33	8.72	34.82	6.64	36.43	6.84
其他非流动金融资产	1.23	0.29	6.28	1.20	6.79	1.28
固定资产	30.19	7.05	28.95	5.52	28.16	5.29
在建工程	18.57	4.34	11.29	2.15	11.60	2.18
无形资产	32.84	7.67	71.40	13.62	86.84	16.31
其他非流动资产	17.21	4.02	33.63	6.42	30.45	5.72
非流动资产	**224.37**	**52.40**	**304.46**	**58.08**	**321.29**	**60.35**

资产总额	**428.22**	**100.00**	**524.20**	**100.00**	**532.37**	**100.00**

注：2017 年数据采取 2018 年审计报告期初数；其他应收款金额不包含应收利息和应收股利
资料来源：公司审计报告及 2019 年一季报

截至 2018 年底，公司流动资产 219.74 亿元，同比增长 7.79%，主要由货币资金、应收账款、存货（合同资产）和一年内到期的非流动资产构成。

公司账面资金较为充足，截至 2018 年底，公司货币资金 57.66 亿元，同比下降 6.66%，主要由银行存款（占 99.80%）构成，其中存放在境外的款项总额 12.53 亿元。货币资金中受限部分系各类保证金，合计 611.28 万元，受限比例低。

截至 2018 年底，公司应收票据和应收账款期末余额分别为 1.70 亿元和 39.22 亿元，应收账款主要为应收工程款。中交集团内部的应收款项一般不计提坏账准备，2018 年底规模为 27.59 亿元，较上年底无变化。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款 39.87 亿元，占比 98.10%，2018 年底公司应收账款计提坏账 1.42 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应收款 19.73 亿元，同比增长 125.79%，主要系中交集团内部应收款项大幅增加所致，款项性质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。从应收对象看，中交集团内部应收款项占其他应收款总额的 98.26%，其中前五名欠款对象应收金额合计占比 74.48%，账龄均为一年以内，集中度较高。截至 2018 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.28 亿元。

表11　截至2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
中国港湾工程有限责任公司	11.35	58.72	中交集团内部应收款项
贵州中交福和高速公路发展有限公司	1.46	7.29	
中国交通建设股份有限公司	0.87	4.35	
贵州中交兴陆高速公路发展有限公司	0.63	3.16	
贵州中交和兴高速公路发展有限公司	0.59	2.96	
合计	**14.91**	**74.48**	--

资料来源：公司审计报告

公司在集团内部承接分包任务及担任总承包业务较多，近年来与集团内关联单位合作投资规模大幅增长，关联交易多由业务往来产生，参照市场价格协商确定。2018 年，公司作为分包向关联方提供劳务实现收入 130.48 亿元，占营业收入的 39.18%；作为总包方接受关联方劳务发生金额 21.69 亿元，向关联方采购原材料发生金额 5.28 亿元，合计占营业成本的 9.12%；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，截至 2018 年底，公司应收关联方 98.06 亿元，应付关联方 39.14 亿元。

表12　截至2018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	27.57
	预付款项	5.45
	其他应收款	15.80
	长期应收款	49.24
	合计	**98.06**
应付关联方	应付账款	20.24
	合同负债	4.78
	其他应付款	5.39
	长期应付款	8.73
	合计	**39.14**

资料来源：公司审计报告

公司按照新会计准则，将存货中已完工未结算的施工项目成本调整至“合同资产”科目核算。调整后，公司存货主要由自制半成品及在产品、原材料、库存商品等构成，截至 2018 年底为 17.90 亿元。公司合同资产全部为建造合同形成的已完工未结算资产，截至 2018 年底为 33.80 亿元，较年初增长 64.57%，计提减值准备 0.81 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 35.89 亿元，主要由质保金（占 67.17%）、延期收款（占 20.14%）、PPP 项目长期应收款（占 7.37%）、履约保证金（占 2.86%）构成，受收回部分到期质保金影响同比下降 12.52%。

截至 2018 年底，公司非流动资产 304.46 亿元，同比增长 35.70%，主要由长期应收款、长期股权投资、其他权益工具投资、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。

2018 年 1 月 1 日起，公司执行新金融工具会计准则，将可供出售金融资产调整至“其他权益工具投资”和“其他非金融流动资产”科目，其中“其他权益工具投资”对应以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产，“其他非金融流动资产”对应以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，截至 2018 年底，上述两个科目期末余额分别为 34.82 亿元和 6.28 亿元，较年初分别变动-6.72%和 410.38%。其中，重要的其他权益工具投资主要为对中交资产管理有限公司（17.41 亿元）、招商银行（5.28 亿元）、贵州中交和兴高速公路发展有限公司（3.32 亿元）、贵州中交兴陆高速公路发展有限公司（3.24 亿元）、贵州中交福和高速公路发展有限公司（3.08 亿元）等企业的投资。

公司长期应收款主要为应收各项工程保证金和 PPP 合同等长期应收款项。截至 2018 年底，公司长期应收款 38.97 亿元，同比增长 56.89%，主要系 PPP 项目承接量及投入量较大所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 62.83 亿元，同比增长 29.86%，主要系中国港湾权益法下确认的投资收益 6.78 亿元及对广西中交贵隆高速公路发展有限公司追加投资 3.08 亿元所致。构成方面，主要由对中国港湾（45.33 亿元）等联营企业的投资构成。

截至 2018 年底，公司在建工程 11.29 亿元，同比下降 39.21%，主要系部分项目转入固定资产所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值合计 68.88 亿元，累计折旧 39.91 亿元，账面价值合计 28.95 亿元，主要由房屋建筑物（占 23.95%）和机器设备（占 69.78%）组成。

截至 2018 年底，公司无形资产 71.40 亿元，同比大幅增长 117.44%，主要系广连高速公路项目建设使得特许经营权增加所致，2018 年底相关特许权账面价值 64.69 亿元，较上年底增长 146.91%。从构成来看，无形资产主要由土地使用权（占 9.33%）和 BOT 特许权（占 90.61%）构成。

公司其他非流动资产为质量保证金，截至 2018 年底为 33.63 亿元，同比增长 95.46%。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 532.37 亿元，较 2018 年底增长 1.56%。其中，流动资产和非流动资产分别占总资产的 39.65%和 60.35%，非流动资产占比继续上升。从资产主要构成来看，截至 2019 年 3 月底，公司货币资金 40.18 亿元，较 2018 年底下降 30.32%，主要系项目投资和建设支出增加所致；应收账款 35.18 亿元，较 2018 年底下降 10.30%，仍主要为中交集团内部的应收款项，其中账龄在 1 年以内的占 74.27%、1~2 年占 19.58%，整体账龄短；合同资产 46.80 亿元，较 2018 年底增长 38.47%，系建造合同工程施工已完工未结算规模增加所致；无形资产 86.84 亿元，较 2018 年底增长 21.63%，主要系中交广连高速公路投资发展有限公司特许权增加所致；其余科目变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产仅为货币资金中的各类保证金，账面价值 611.28 万元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益在未分配利润带动下保持增长，实收资本和未分配利润占比较高，且永续中票存在赎回可能性，所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益 144.69 亿元，同比增长 27.49%，其中实收资本占

29.59%、盈余公积占 7.06%、未分配利润占 49.53%。公司于 2018 年 12 月发行 15.00 亿元永续中票，计入其他权益工具。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 151.06 亿元，较 2018 年底增长 4.40%，主要系未分配利润增长所致，构成无显著变化。

表 13　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35.15	11.17	18.96	5.00	31.92	8.37
应付票据及应付账款	179.13	56.92	226.19	59.60	209.42	54.92
合同负债	26.86	8.53	23.70	6.25	20.62	5.41
其他应付款	12.99	4.13	16.05	4.23	13.37	3.51
流动负债	**272.86**	**86.70**	**306.70**	**80.82**	**298.27**	**78.22**
长期借款	17.78	5.65	54.91	14.47	66.86	17.53
长期应付款	15.65	4.97	14.63	3.86	12.69	3.33
非流动负债	**41.86**	**13.30**	**72.81**	**19.18**	**83.04**	**21.78**
负债总额	**314.72**	**100.00**	**379.50**	**100.00**	**381.31**	**100.00**
实收资本	42.82	37.73	42.82	29.59	42.82	28.35
其他权益工具	--	--	15.00	10.37	15.00	9.93
盈余公积	8.35	7.36	10.22	7.06	10.22	6.77
未分配利润	57.69	50.83	71.67	49.53	76.15	50.41
所有者权益合计	**113.49**	**100.00**	**144.69**	**100.00**	**151.06**	**100.00**

注：2017 年数据采取 2018 年审计报告期初数；其他应付款金额不包含应付利息和应付股利
资料来源：公司审计报告及 2019 年一季报

跟踪期内，随着项目建设的不断推进，公司负债规模快速增长，以流动负债为主，整体债务负担尚可。公司有息债务规模快速增长，短期偿债压力不断增加，存在一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司负债总额 379.50 亿元，同比增长 20.58%，主要系应付账款和长期借款大幅增加所致。其中，流动负债占 80.82%，非流动负债占 19.18%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 306.70 亿元，同比增长 12.40%，主要系应付账款和其他应付款增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 18.96 亿元，较 2017 年底下降 46.06%，全部为信用借款。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 226.19 亿元，较上年底增长 26.27%，其中应付票据 5.50 亿元、应付账款 220.69 亿元，应付账款主要系项目尚未结算的应付分包工程款，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 87.30%、1~2 年的占 10.18%，整体账龄较短，账龄超过 1 年的重要应付账款债权单位包括联建建设工程有限公司（1.17 亿元）、太原市市政工程总公司（1.25 亿元）、连云港三合港航建设工程有限公司（0.75 亿元）等。

公司预收款项主要为预收项目工程款，2018 年底按照新会计准则将预收款项划分至“合同负债”科目核算，并将 2018 年初数据进行追溯调整。截至 2018 年底，公司合同负债 23.70 亿元，同比下降 11.76%，包括预收工程款 23.61 亿元和已结算未完工款项 0.09 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应付款 16.05 亿元，同比增长 23.61%，主要包括中交集团内部往来款项 5.39 亿元、应付工程履约保证金 3.00 亿元、应付其他保证金 2.78 亿元等。

截至 2018 年底，公司非流动负债 72.81 亿元，较 2017 年底大幅增长 73.91%，主要来

自长期借款的增长。

截至2018年底，公司长期借款54.91亿元，同比增加37.13亿元，全部为以BOT高速公路项目收费权作为质押的借款，利率区间为4.75%。

公司存续的应付债券为2014年发行的5年期非公开定向债务融资工具，发行金额5.00亿元，到期日为2019年8月22日，2018年底调整至一年内到期的非流动负债。公司2018年1月发行15.00亿元永续中票，计入“其他权益工具”核算。

截至2018年底，公司长期应付款14.63亿元，较上年底略有下降，主要为固定资产融资租赁费5.23亿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2019年3月底，公司负债总额381.31亿元，较2018年底略有增长，公司整体负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比78.22%。截至2019年3月底，公司流动负债298.27亿元，较2018年底下降2.75%，其中短期借款31.92亿元，较上年底大幅增长68.34%；应付账款、合同负债和其他应付款较2018年底分别下降9.93%、12.99%和16.73%。截至2019年3月底，公司非流动负债83.04亿元，较上年底增长14.05%，主要系长期借款规模增长所致，2019年3月底长期借款为66.86亿元，较上年底增长21.76%；其余科目变动不大。

有息债务方面，由于长期应付款中融资租赁款为有息借款性质，应调整至长期债务核算。截至2018年底，公司调整后全部债务为98.21亿元，同比增长21.36%，其中短期债务和调整后长期债务分别占比38.77%和61.23%。截至2019年3月底，公司调整后全部债务129.43亿元，短期债务和调整后长期债务分别占比44.31%和55.69%，短期债务受短期借款大幅增加影响占比大幅上升，公司短期偿债压力加重。从债务期限结构看，2019~2021年，公司分别需偿还有息债务38.08亿元、2.13亿元和2.41亿元，2019年存在一定集中偿债压力。公司长期债务主要系项目贷款，期限较长，到期日主要分布于2024年以后。

债务指标方面，截至2018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72.40%、40.43%和29.36%。截至2019年3月底，公司资产负债率较2018年底略有下降，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2018年底均有所上升，分别为71.62%、46.14%和32.30%。整体看，公司债务负担尚可。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均保持增长，公司对期间费用保持较高管理水平，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。

公司的主营业务收入主要来自建筑施工业务和投资业务，2018年实现营业收入333.05亿元，同比增长8.18%。同期，公司营业成本为295.73亿元，同比增长9.13%。由于营业成本增幅略高于营业收入，公司营业利润率较上年小幅下降0.87个百分点至10.78%。

期间费用方面，公司保持较高管理水平。2018年，公司期间费用19.97亿元，同比下降8.37%，期间费用占营业收入的比重为5.99%，对利润侵蚀较小。从构成看，2018年，公司管理费用7.46亿元，同比下降40.50%，主要系根据财政部报表列示要求将原计入管理费用的“研发费用”单独列示所致，2018年公司研发费用11.10亿元。2018年，公司财务费用0.94亿元，较上年减少3.66亿元，系汇兑损益大幅下降所致。

非经营性损益方面，2018年，公司实现投资收益7.11亿元，较上年增长32.48%，主要为联营企业中国港湾等权益法核算的长期股权投资收益6.83亿元等，投资收益对公司利润的贡献程度较大。2018年，公司收到专项资金、研发经费等政府补助资金0.16亿元，规模较

小，对公司利润影响小。

2018 年，公司实现利润总额 21.94 亿元，较上年增长 14.66%。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.28%和 13.66%，同比分别下降 0.43 个百分点和 0.92 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.13 亿元，相当于 2018 年全年收入的 19.26%。同期，公司营业利润率为 12.75%，较 2018 年上升 1.97 个百分点；实现利润总额 5.30 亿元，相当于 2018 年全年利润总额的 24.17%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模持续增长，但收现质量有所下降，经营活动现金净流入可对当期投资活动净流出形成一定覆盖，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。

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流以主营业务收支为主，收到及支付其他与经营活动有关的现金基本稳定，主要是收到及支付分包商的保证金。2018年，公司现金收入比为89.88%，较2017年下降4.30个百分点，收入实现质量有所下降。同期，公司经营活动现金流量净额36.01亿元，较上年增长2.31%。

投资活动方面，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，2018年投资活动现金流入量为3.31亿元，较上年下降24.09%。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，2018年投资活动现金流出量为73.01亿元，较上年大幅增长87.38%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金的大幅增加所致，主要来自BOT项目投资大幅增加。整体看，公司投资活动现金流整体表现为净流出且资金缺口持续扩大，2018年投资活动现金流量净额为-69.70亿元，净流出规模较上年增加35.10亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入103.85亿元，主要为取得借款收到的现金。公司吸收投资收到的现金17.24亿元，较上年增加16.01亿元，系2018年发行15.00亿元永续中票计入权益所致。公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为融资租赁款项，2018年为2.08亿元。公司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。2018年，公司筹资活动现金流量净额为29.58亿元，净流入规模较上年有所扩大。

2019年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为71.02亿元，相当于2018年全年的23.73%，公司经营活动产生的现金流量净额为0.12亿元；公司现金收入比较2018年全年上升20.87个百分点，为110.75%。2019年1~3月，公司投资活动现金流入规模较小，为0.15亿元；购建固定资产、无形资产等支付的现金18.81亿元，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-19.17亿元。同期，公司筹资活动现金流入以新增借款为主，金额为37.74亿元，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1.72亿元。

5. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 432.83 亿元，同比增长 31.27%，主要系应收类款项、合同资产和长期股权投资增长所致，母公司资产总额占合并口径的 82.57%。其中流动资产占 48.69%、非流动资产占 51.31%，资产结构较上年底保持相对稳定。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 128.16 亿元，同比增长 28.26%，主要系发行 15.00 亿元永续中票计入权益以及未分配利润增长所致。其中实收资本占 33.41%、盈余公积占 7.97%、未分配利润占 48.10%、其他权益工具（永续中票）占 11.70%。

截至 2018 年底，母公司负债总额 304.66 亿元，同比增长 32.58%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。其中流动负债

占 96.29%、非流动负债占 3.71%，流动负债占比有所提升。

2018 年，母公司实现营业收入 281.73 亿元，同比增长 8.22%，营业利润率为 9.38%；利润总额 20.03 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额为 33.84 亿元，投资活动现金流量净额为-26.13 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.89 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，受投资项目投资规模增长影响，需一定短期债务资金周转，公司短期债务波动增长，短期偿债能力一般；长期偿债能力较强，同时考虑到公司的股东背景及支持力度、间接融资渠道较通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 71.65%和 65.81%，同比均略有下降；由于公司根据新会计准则将存货中已完工未结算的施工项目成本调整至“合同资产”核算，若将合同资产考虑在内，公司实际速动比率为 54.79%。2018 年底，公司非受限的现金类资产为 59.50 亿元，可以覆盖同期短期债务（38.08 亿元）。2018 年，公司经营现金流动负债比为 11.74%，同比下降 1.16 个百分点。截至 2019 年 3 月底，流动比率和速动比率较 2018 年底均小幅下降，分别为 70.77%和 64.16%，考虑合同资产后的速动比率为 48.47%。截至 2019 年 3 月底，公司短期借款规模较上年底大幅增长，同期现金类资产（40.78 亿元）不足覆盖短期债务（57.34 亿元）。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2018年公司EBITDA为30.36亿元，较上年增长12.26%，其中利润总额21.94亿元、折旧摊销6.14亿元、费用化利息支出2.28亿元，利润总额占比72.27%，EBITDA质量一般。同期，公司调整后全部债务/EBITDA倍数上升至3.23倍，EBITDA利息保障倍数下降至6.22倍，公司长期偿债能力较强。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 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 371.88 亿元，尚未使用授信额度 252.69 亿元，公司间接融资渠道通畅。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券余额20.00亿元，一年内到期的应付债券5.00亿元，存续债券的短期兑付压力小；公司经营活动现金流入量和非受限现金类资产对公司一年内到期的应付债券余额的保障能力很强。

截至2019年3月底，公司一年内到期的应付债券为“14中交四航PPN001”，债券余额5.00亿元；若公司在“18中交四航MTN001”首个到期日选择赎回，2021年公司将达到存续债券偿还本金峰值15.00亿元。2018年底，公司非受限现金类资产59.50亿元；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306.97亿元、36.01亿元和30.36亿元，对公司存续债券保障情况见表14。总体看，公司经营活动现金流入量和非受限现金类资产对一年内到期的应付债券余额的保障能力很强；公司经营活动现金流净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年 3 月
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	61.39
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	11.90
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	20.46
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.40
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.02

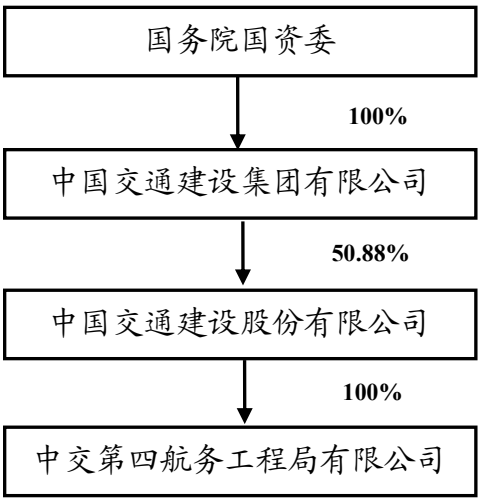
资料来源：公司年报及wind资讯

十、结论

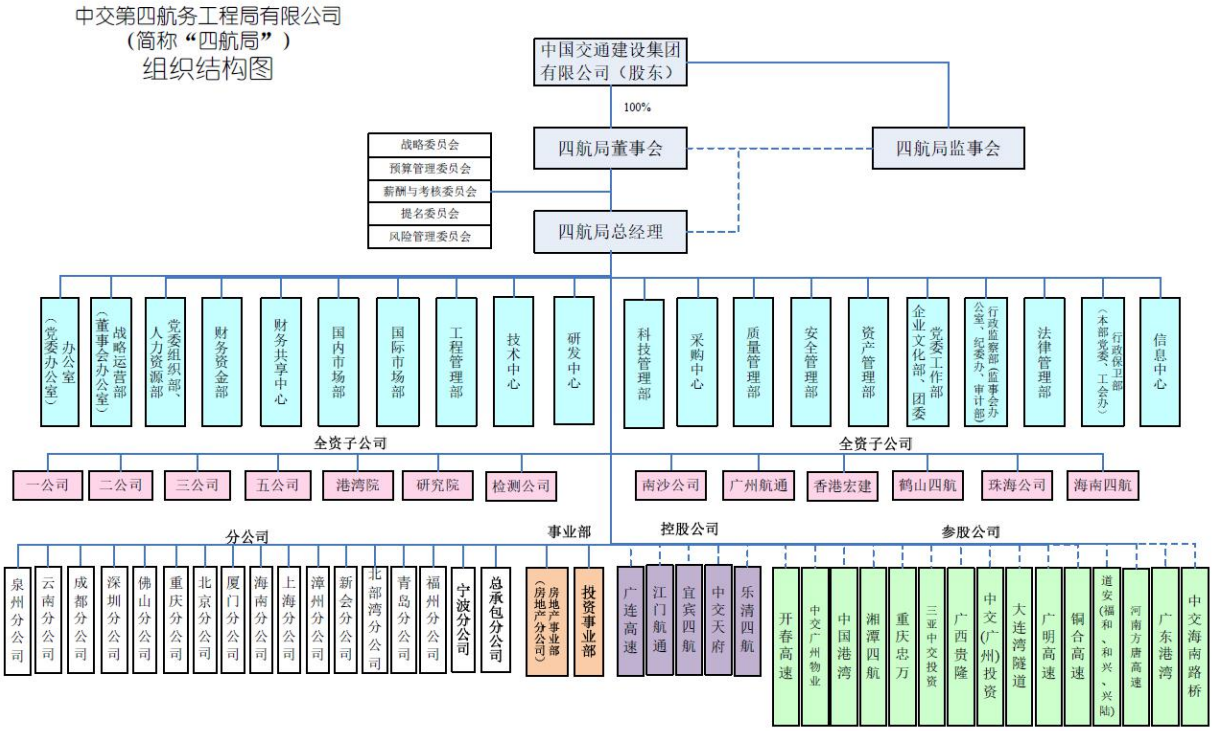
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

期信用等级为AAA，维持“18中交四航MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 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 1-3　截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有的表决权（%）
1	中交四航局第一工程有限公司	港口及公路	21959.10	100	100
2	中交四航局第二工程有限公司	港口及公路	51082.72	100	100
3	中交四航局第三工程有限公司	港口及公路	30020.37	100	100
4	中交四航工程研究院有限公司	港口工程	5785.98	100	100
5	中交四航局港湾工程设计院有限公司	勘察设计及咨询	1706.51	100	100
6	中交四航局珠海工程有限公司	港口工程	647.78	100	100
7	广州航通船业有限公司	大型设备建造工程	26000.00	100	100
8	海南中交四航建设有限公司	基础设施建设、建设项目投资	5000.00	100	100
9	中交四航局第五工程有限公司	港口及公路	10001.00	100	100
10	宏建香港工程有限公司	基础设施建设	84.08	100	100
11	中交四航局江门航通船业有限公司	大型设备建造	23500.00	100	100
12	中交珠海城际轨道交通投资建设有限公司	基础设施建设	20000.00	100	100
13	中交天府成都实业有限公司	基础设施建设	30000.00	40	40
14	宜宾四航投资建设有限公司	基础设施建设	4000.00	80	80
15	中交广东连佛高速公路投资发展有限公司	基础设施建设	20000.00	75	75
16	鹤山市四航投资建设有限公司	基础设施建设	7300.00	100	100
17	广州港湾工程质量检测有限公司	检测服务	2000.00	100	100
18	中交四航局广州南沙工程有限公司	市政道路工程建筑	--	100	100
19	乐清四航交通建设投资有限公司	公路工程建筑	7925.80	79	79
20	中交联合海南路桥投资有限公司	公路工程建筑	2500.00	90	22.5
21	苍南四航建设有限公司	公路工程建筑	--	95	95
22	赤壁四航交通投资建设有限公司	基础设施建设	--	100	100

资料来源：公司提供

附件 2　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)	44.39	63.19	59.56	40.78
资产总额(亿元)	326.00	428.22	524.20	532.37
所有者权益(亿元)	94.78	113.49	144.69	151.06
短期债务(亿元)	16.76	53.63	38.08	57.34
长期债务(亿元)	28.92	22.78	54.91	66.86
调整后长期债务(亿元)	34.89	27.29	60.13	72.08
全部债务(亿元)	45.69	76.42	92.99	124.20
调整后全部债务(亿元)	51.66	80.93	98.21	129.43
营业收入(亿元)	279.82	307.86	333.05	64.13
利润总额(亿元)	16.81	19.13	21.94	5.30
EBITDA(亿元)	26.89	27.05	30.36	--
经营性净现金流(亿元)	21.76	35.20	36.01	0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.68	7.97	8.22	--
存货周转次数(次)	6.42	9.05	14.96	--
总资产周转次数(次)	0.88	0.82	0.70	--
现金收入比(%)	100.76	94.18	89.88	110.75
营业利润率(%)	10.61	11.65	10.78	12.75
总资本收益率(%)	11.50	9.71	9.28	--
调整后总资本收益率(%)	11.03	9.49	9.08	--
净资产收益率(%)	14.65	14.58	13.66	--
长期债务资本化比率(%)	23.38	16.72	27.51	30.68
调整后长期债务资本化比率(%)	26.91	19.39	29.36	32.30
全部债务资本化比率(%)	32.53	40.24	39.12	45.12
调整后全部债务资本化比率(%)	35.28	41.62	40.43	46.14
资产负债率(%)	70.93	73.50	72.40	71.62
流动比率(%)	91.19	74.71	71.65	70.77
速动比率(%)	70.60	66.78	65.81	64.16
经营现金流动负债比(%)	11.70	12.90	11.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.70	2.83	3.06	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.92	2.99	3.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.96	9.90	6.22	--

注：1、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分，调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

2、2017 年数据采取 2018 年审计报告期初数；2019 年一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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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