

信用等级公告

联合〔2019〕1862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及其拟发行的2019年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中交第四航务工程局有限公司主体长期信用等级为AAA，中交第四航务工程局有限公司2019年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月八日



中交第四航务工程局有限公司

2019 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

债项概况:

本期中期票据发行金额: 10.00 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: 偿还银行贷款和存量债券

评级时间: 2019 年 7 月 8 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: 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

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

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、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公司所有其他待偿还债务融资工具,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,股东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，为公司未来发展提供保障。
4. 公司受益于多元化业务发展，投资业务增长较快，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，近年来有息债务增长较快，未来仍存在一定投资压力。
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

2019 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 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，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 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。

二、本期中期票据概况

公司已于 2018 年注册了 40.00 亿元中期票据额度，并于 2018 年 12 月发行 15.00 亿元“18

中交四航 MTN001”，本期计划发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额 10.00 亿元，本期中期票据募集资金拟用于偿还银行贷款和存量债券。

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，需于赎回日一个月按照有关规定在主管部门指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。本期中期票据前3个计息年度的票面利率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。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，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。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置

¹ 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站（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站（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%）。

日之前一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（按照目前市场定价，300个基点高于AAA企业与AA+企业发行3年期债券利率的利差）。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较大。

（2）本期中期票据在除发生普通股东分

红或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，2016~2018 年，公司实际分配的利润为 2014~2016 年利润，分别为 1.81 亿元、2.08 亿元和 2.78 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其他待偿还债务融资工具。

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公司所有其他待偿还债务融资工具，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小。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增

速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主

要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下

降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外

贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

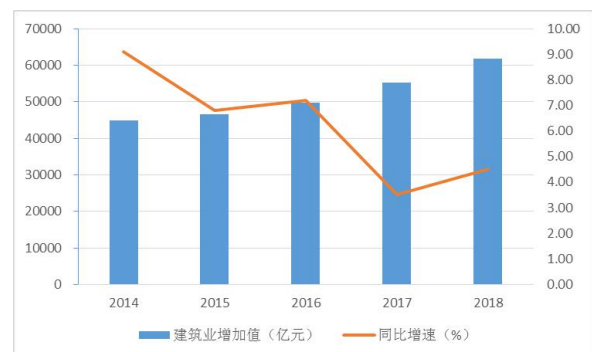
公司所属行业为建筑行业，主营业务为航务工程、公路、桥梁的交通建设。

(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

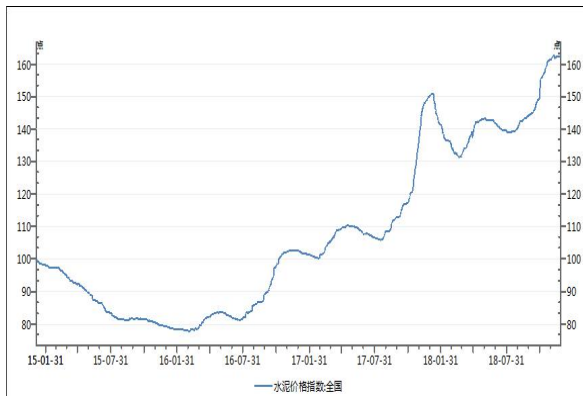
钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

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。

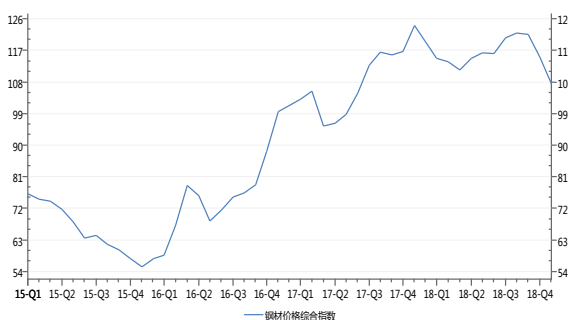
2018年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018年9月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落1.24个百分点至77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

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 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 and 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。

为了控制地方隐性债务风险，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

近三年，广东省经济保持快速增长，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《广东省国民经济和社会发展统计公报》，2016~2018 年，广东省分别实现地区生产总值（GDP）79512.05 亿元、89879.23 亿元和 97277.77 亿元。其中，2018 年第一产业增加值 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%。

2016~2018 年，广东省固定资产投资增速分别为 10.0%、13.5%和 10.7%。分投资主体看，2018 年国有经济投资增长 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；本年新签合同额 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

公司为中交股份全资子公司，股权结构清晰。公司股东规模优势明显，综合实力很强，可在资金和业务等方面为公司提供支持。

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。

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.SH）。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、桥梁及隧道设计与建设企业，世界最大的疏浚企业。截至 2018 年底，中交股份资产总额 9604.76 亿元，所有者权益 2396.82 亿元。2018 年，中交股份实现营业收入 4908.72 亿元，利润总额 254.49 亿元。自 2008 年入选美国《财富》杂志“世界 500 强企业”以来，随着公司综合实力的提升，排名从 2008 年的第 426 位连续提升至 2018 年的第 91 位，此外，公司连续 3 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商第 3 名，连续 12 年稳居亚洲最大国际工程承包商和中国企业第 1 名。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、科研实力等方面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，截至 2019 年 3 月底，下设子公司 22 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，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，2016~2018 年，公司分别投入研发费用 11.04 亿元、10.96 亿元和 11.10 亿元，分别占营业收入比重为 3.95%、3.56%和 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。2015~2018 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

公司股东背景实力雄厚，在资金及业务获取方面给予公司较大支持。

（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，2016~2018年分别获得财政补贴0.20亿元、0.28亿元和0.21亿元。

(2) 股东支持

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。近三年，公司新签施工合同额中依托于中交集团的占比分别为63%、47%、43%。资金方面，2016~2018年，中交股份给予公司贷款分别为11.87亿元、16.30亿元和28.66亿元，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。

4. 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，具有较强的专业能力；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。

公司现任高级管理人员包括董事长兼党委书记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月以来任公司董事长兼党委书记。

李惠明先生，1967年生，工商管理硕士，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、市委常委、党委委员；2014年11月以来任公司董事、总经理、党委副书记、党委常委。

梁赞先生，1963年生，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年4月以来任公司总会计师。

截至2019年3月底，公司在岗职工6470人，其中管理及技术人员5540人，熟练技术工人605人；享受政府特殊津贴的专家15人，具有教授级高级职称的55人、高级职称的761人、中级职称的1726人，一级注册建造师379人（专业项428项）；从学历构成看，博士占0.53%、硕士研究生占6.48%、大学本科占64.54%，本科以下占28.45%。

5. 企业信用记录

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6月26日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

六、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。总经理和副总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、战略运营部、党委组织部、工程管理部、安全管理部、资产管理部、财务

资金部及采购中心等20多个职能部门，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，公司原则上不对外提供担保，如需担保，需上报中交集团审批，且不能超过中交集团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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入以跨领域建筑施工业务

表2 2016~2018年及2019年1~3月公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016年			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	收入	占比	毛利率
建筑施工	223.05	80.38	9.22	226.18	73.98	11.74	239.56	72.47	9.24	48.44	76.21	11.49
投资项目	30.50	10.99	20.43	63.00	20.61	12.94	72.81	22.03	16.14	13.53	21.28	16.84
设备建造	8.34	3.00	17.11	3.21	1.05	14.22	1.65	0.50	7.86	0.48	0.75	16.05
其他	17.93	5.63	15.13	13.34	4.36	9.28	16.55	5.00	14.52	1.12	1.76	13.95
合计	279.82	100.00	11.05	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. 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，拥有港口与航道工程施工总承包特级资质，港

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，基建业务分布区域较广，在手订单充足，为公司后续发展提供保障。投资项目以 BOT/PPP 模式为主，近年来收入规模快速增长。

2016~2018年，公司主营业务收入年均复合增长8.69%，2018年为330.58亿元，同比增长8.13%。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；投资项目收入呈快速增长趋势，2017~2018年收入占比均达20%以上；受船舶制造行业不景气影响，设备建造收入规模及占比逐年下降，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。

毛利率方面，2016~2018年，公司主营业务毛利率基本保持稳定，分别为11.05%、11.91%和11.02%。其中，受占比较高的港口工程、铁路工程和公路工程毛利率波动影响，公司建筑施工业务毛利率有所波动；投资项目毛利率波动中有所下降。

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。

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，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

量逐年增长，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，近三年收入占比均在50%以上。2016~2018年，公司港口工程收入波动增长，2018年为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。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。

近年来，国内道路运输业投资保持较快增长。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。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。近三年公路工程收入实现持续增长，年均复合增长23.21%，2018年实现收入53.13亿元，同比略有增长。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6.78%，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低，近三年毛利率有所波动，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。桥梁工程方面，公司拥有桥梁工程专业承包一级资质，优势主要体现在跨江、跨海湾特大型桥梁建设上，由于此类项目的科技含量高、专用设备要求高，公司竞争优势突出，已成功参与建设了百余座跨江、跨海特大型桥梁，并承建了港珠澳大桥等具有重大影响的桥梁工程。近三年，相较于其他领域，公司桥梁工程收入占比较小，收入规模有所波动，分别为2.49亿元、3.90亿元和2.84亿元，毛利率水平有所提升。

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业务量缩减及部分项目结算进度影响逐年下降，2018年实现收入7.68亿元，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年业务收入的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3 2016~2018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	2016年			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	收入	占比	毛利率
港口工程	128.80	57.74	10.47	124.10	54.87	14.31	130.58	54.51	9.88	26.48	54.66	13.74
铁路工程	36.03	16.15	7.59	28.71	12.69	8.56	31.31	13.07	5.92	2.86	5.90	5.59
公路工程	35.00	15.74	6.48	51.37	22.72	8.36	53.13	22.18	8.05	14.80	30.55	7.84
桥梁工程	2.49	1.12	4.88	3.90	1.72	8.39	2.84	1.19	8.16	0.78	1.61	7.84
隧道工程	0.03	0.02	-120.63	1.65	0.73	11.72	1.08	0.45	2.43	1.56	3.22	13.31
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	6.95	3.11	7.71	0.66	0.29	47.20	2.89	1.21	16.12	0.10	0.21	3.01
疏浚吹填	13.65	6.12	10.68	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	223.05	100.00	9.22	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4 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	2020-1-20	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	2020-3-31	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
引江济淮工程（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	2020-3-31	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。

国内方面，近三年国内建筑施工业务的收入占比分别为 74.06%、70.94%和 63.60%，呈逐年下降趋势。公司国内项目已遍布十几个省、直辖市、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省份。随当年确认收入的工程不同，区域收入结构波动较大。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5 公司2016~2018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	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	165.18	74.06	160.28	70.94	152.37	63.60	35.64	73.57
海外	57.87	25.94	65.90	29.06	87.19	36.40	12.80	26.43
合计	223.05	100.00	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,2016~2018年,公司海外施工营业额稳步增长,分别为57.87亿元、65.90亿元和87.19亿元,但受海外业务竞争激烈影响,市场报价利润空间较小。

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6 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

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

2016~2018年,公司施工板块新签合同额

逐年增长,分别为349.84亿元、423.11亿元和590.73亿元。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,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,公司在航务业务领域经营优势明显,但受航务行业下行影响,近三年公司航务工程新签合同额呈下降趋势;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%。近三年,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7 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

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，其中 BT 项目已全部投资回款完毕。长期股权投资方面，2016~2018 年公司获得按权益法核算的长期股权投资收益逐年增长，分别为 5.15 亿元、5.33 亿元和 6.83 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自有资金及银行贷款。

2016~2018 年，公司投资业务收入快速增长，年均复合增长率 54.51%，分别实现投资业

务施工收入 30.50 亿元、63.00 亿元和 72.81 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 20.43%、12.94%和 16.14%。

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。截至 2018 年底，公司 BT 项目已全部投资回款完毕。

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，项目公司将投资成本计入“无形资产”，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）每月按项目投资额确认收入和成本，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 93.98 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 截至2018年底公司主要投资项目的回款情况（单位：万元、%）

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	2019年预计回款	2020年预计回款	2021年预计回款
BT	海口市新建港口码头	100.00	195142	3年	已回购完毕	183450	--	--	--
	常德水利工程	100.00	73880	2年	已回购完毕	91863	--	--	--
PPP	鹤山五条连接线项目	100.00	35000	2年	长期应收款	1680	4176	2800	7710
BOT	贵州道安项目	19.60	514434	4年	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	15.00	121367	3年	可供出售金融资产(经营权已移交)	--	--	--	--
合计			939823	--	--	299548	4176	2800	7710

资料来源：公司提供

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	40.00	69796	69796	2017.12~2022.12	16400	12000	19000	12000

道至新港东路) PPP项目									
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

近年来，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。近三年，公司装备业务新签合同额大幅下降，2016~2018 年分别为 6.94 亿元、1.37 亿元和 1.08 亿元。

近三年，公司设备制造板块实现营业收入大幅下降，分别为 8.34 亿元、3.21 亿元和 1.65 亿元，年均复合下降 55.52%，毛利率水平持续下滑，由 2016 年的 17.11% 下降至 2018 年的 7.56%。

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

1. 财务质量概况

公司提供了2016~2018年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并均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，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，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。截至2019年3月底，公司合并范围子公司合计22家（详见附件1-2）。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，公司资产规模快速增长，非流动资产占比持续上升。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，资产结构转为以非流动资产为主。公司整体资产质量尚可。

2016~2018 年，公司资产总额快速增长，

年均复合增长 26.81%，随着 BOT/PPP 项目的不断投入，公司资产结构发生变动，非流动资产占比持续上升。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。

2016~2018 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 13.85%。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。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	43.60	13.37	61.77	14.42	57.66	11.00	40.18	7.55
应收票据及应收账款	37.10	11.38	40.16	9.38	40.91	7.80	35.58	6.69
其他应收款	15.39	4.72	8.74	2.04	19.73	3.76	18.95	3.56
存货	38.27	11.74	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	24.86	7.63	41.03	9.58	35.89	6.85	33.39	6.27
流动资产	169.52	52.00	203.85	47.60	219.74	41.92	211.07	39.65
可供出售金融资产	40.30	12.36	--	--	--	--	--	--
长期应收款	23.63	7.25	24.84	5.80	38.97	7.43	40.71	7.65
长期股权投资	32.06	9.83	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	29.14	8.94	30.19	7.05	28.95	5.52	28.16	5.29
在建工程	11.84	3.63	18.57	4.34	11.29	2.15	11.60	2.18
无形资产	7.24	2.22	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	156.48	48.00	224.37	52.40	304.46	58.08	321.29	60.35
资产总额	326.00	100.00	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

近年来，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。

2016~2018 年，公司应收票据及应收账款逐年增长，其中应收账款年均复合增长 3.93%。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。

2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 13.23%。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

2016~2018 年，公司存货规模大幅下降，主要系按照新会计准则，公司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。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长 20.15%。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%。

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 39.49%。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。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 40.30 亿元，包括按成本计量的可供出售权益工具（对参股企业投资）36.30 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

4.01 亿元。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。

2016~2018 年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 28.43%，主要系近年来公司 PPP 项目承接量及投入量较大所致。截至 2018 年底，公司长期应收款 38.97 亿元，同比增长 56.89%，主要为应收各项工程保证金和 PPP 合同等长期应收款项。

2016~2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 39.99%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 62.83 亿元，同比增长 29.86%，主要系中国港湾工程有限责任公司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。构成方面，主要为对中国港湾工程有限责任公司（45.33 亿元）等联营企业的投资构成。

2016~2018 年，公司固定资产小幅波动，2018 年底账面原值合计 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。

2016~2018 年，公司在建工程有所波动。截至 2017 年底，公司在建工程 18.57 亿元，同比增长 56.84%，主要系南方总部基地、中

交国际中心、中交西南研发中心（4#地块 3#~7#办公楼）等项目投资增加所致。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。

2016~2018 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 214.10%。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 年底相关特许经营权账面价值 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，近三年规模快速增长，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。

3. 资本结构

所有者权益

随着盈余公积和未分配利润的增加，公司所有者权益快速增长；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。

2016~2018年，在盈余公积和未分配利润增长的带动下，公司所有者权益快速增长，年均复合增长23.56%。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。

2016~2018年，公司实收资本未发生变动，为42.82亿元。同期，公司资本公积均为

-113.16万元，主要系2008年公司收购航通公司少数股东权益所致。公司盈余公积按母公司净利润的10%计提，近三年快速增长。2016~2018年，公司未分配利润年均复合增长34.36%，截至2018年底为71.67亿元。公司其他综合收益主要由其他权益工具投资公允价值变动构成。专项储备主要为根据施工企业的规定计提的安全费。

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	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.39	2.76	35.15	11.17	18.96	5.00	31.92	8.37
应付票据及应付账款	131.81	57.00	179.13	56.92	226.19	59.60	209.42	54.92
预收款项	21.61	9.35	--	--	--	--	--	--
合同负债	--	--	26.86	8.53	23.70	6.25	20.62	5.41
其他应付款	13.91	6.02	12.99	4.13	16.05	4.23	13.37	3.51
流动负债	185.90	80.40	272.86	86.70	306.70	80.82	298.27	78.22
长期借款	23.92	10.35	17.78	5.65	54.91	14.47	66.86	17.53
长期应付款	12.84	5.55	15.65	4.97	14.63	3.86	12.69	3.33
非流动负债	45.33	19.60	41.86	13.30	72.81	19.18	83.04	21.78
负债总额	231.22	100.00	314.72	100.00	379.50	100.00	381.31	100.00
实收资本	42.82	45.18	42.82	37.73	42.82	29.59	42.82	28.35
盈余公积	6.77	7.14	8.35	7.36	10.22	7.06	10.22	6.77
未分配利润	39.70	41.89	57.69	50.83	71.67	49.53	76.15	50.41
所有者权益合计	94.78	100.00	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年一季度报

负债

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。

2016~2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长28.11%。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。

2016~2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长28.45%。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。

2016~2018年，公司短期借款波动增长，截至2018年底为18.96亿元，较2017年底下降46.06%，全部为信用借款。

2016~2018年，公司应付票据及应付账款快速增长，年均复合增长31.00%，其中应付

票据小幅波动，应付账款年均复合增长32.22%。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，截至2016年底为21.65亿元。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。

2016~2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长7.43%。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。

2016~2018年，公司非流动负债波动中快速增长，年均复合增长26.74%。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%，主要来自长期借款增长。

2016~2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长51.50%。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。

2016~2018年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长6.75%。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。

近三年，公司有息债务规模快速增长，考虑长期应付款中的有息债务，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期长期债务分别占比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，短期债务和调整后期长期债务分别占比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。

从债务指标来看，2016~2018年，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均波动增长，2018年底分别为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。

4. 盈利能力

近年来，公司主营业务突出，营业收入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。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 279.82 亿元、307.86 亿元和 333.05 亿元，年均复合增长 9.10%。同期，公司营业成本分别为 248.90 亿元、271.00 亿元和 295.73 亿元，年均复合增长 9.00%。由于营业收入和营业成本基本保持同步增长，公司营业利润率保持相对稳定，近三年分别为 10.61%、11.65%和 10.78%。

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波动下降，分别为 6.60%、7.08%和 5.99%。公司期间费用以管理费用为主，年均复合增长 3.99%，2018 年管理费用 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。2016~2018 年，公司财务费用波动较大，2017 年财务费用同比增长 3.90 亿元至 4.59 亿元，系海外业务汇兑收益大幅增加所致；2018 年财务费用 0.94 亿元，较上年减少 3.66 亿元，系汇兑损益大幅下降所致。

2016~2018 年，公司投资收益年均复合增长 16.10%，2018 年为 7.11 亿元，较上年增长 32.48%，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 6.83 亿元等，投资收益对公司利润的贡献程度较大。

2016~2018 年，公司分别收到专项资金、研发经费等政府补助资金 0.14 亿元、0.22 亿元和 0.16 亿元，规模较小，对公司利润影响

小。

2016~2018 年，公司利润总额不断增长，年均复合增长 14.24%，2018 年为 21.94 亿元。同期，总资本收益率和净资产收益率均小幅下降，2018 年底分别为 9.28%和 13.66%。

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%。

5. 现金流分析

近年来，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。

从经营活动现金来看，2016~2018 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，主要是收到及支付分包商的保证金。近三年，公司现金收入比分别为 100.76%、94.18%和 89.88%，收入实现质量有所下降。同期，公司经营活动现金流量净额分别为 21.76 亿元、35.20 亿元和 36.01 亿元，呈逐年增长态势。

2016~2018 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，投资活动现金流入量分别为 3.86 亿元、4.36 亿元和 3.31 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，近三年投资活动现金流出大幅增长，分别为 15.66 亿元、38.96 亿元和 73.01 亿元，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，近三年公司投资活动现金流整体表现为净流出，分别为 -11.81 亿元、-34.60 亿元和 -69.70 亿元，资金缺口持

续扩大。

2016~2018年，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，分别为23.04亿元、33.61亿元和84.53亿元。2018年，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，近三年分别为7.98亿元、1.88亿元和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。2016~2018年，公司筹资活动现金流净额分别为-4.54亿元、17.65亿元和29.58亿元。

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0.13亿元；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。

6. 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。

7. 偿债能力

近年来，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，短期偿债能力尚可；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。

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率和速动比率均不断下降，2018年底分别为71.65%和65.81%；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）。2016~2018年，公司经营现金流流动负债比小幅波动，分别为11.70%、12.90%和11.74%。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，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2016~2018年，公司

EBITDA 逐年增长,分别为 26.89 亿元、27.05 亿元和 30.36 亿元,调整后长期债务规模波动增长。同期,调整后全部债务/EBITDA 分别为 1.92 倍、2.99 倍和 3.23 倍,EBITDA 利息倍数分别为 8.96 倍、9.90 倍和 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、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据为永续中票,于公司依照条款的约定赎回之前长期存续,在会计核算时计入公司权益。本报告对本期中期票据偿债能力分析系将其考虑为负债进行相关分析。

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 10.00 亿元,相当于公司 2018 年底调整后长期债务的 16.63%、调整后全部债务的 10.18%,对公司现有债务结构及规模有一定影响。

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%,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 72.91%、42.79% 和 32.65%。公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还银行借款和存量债券,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

2016~2018 年,公司 EBITDA 分别为 26.89 亿元、27.05 亿元和 30.36 亿元,分别为本期

中期票据发行金额的 2.69 倍、2.71 倍和 3.04 倍,EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。2016~2018 年,公司经营活动现金流入量分别为 288.10 亿元、295.13 亿元和 306.97 亿元,分别为本期中期票据发行金额的 28.81 倍、29.51 倍和 30.70 倍,经营活动现金流入量对待偿还本金保障程度很强。2016~2018 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 2.18 倍、3.52 倍和 3.60 倍,保障能力较好。

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较好;经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。

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、市政等工程施工建设及相关投资、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。受未分配利润增加及发行永续债券影响,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。

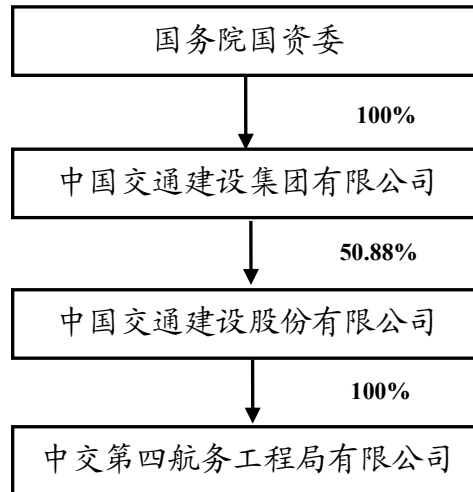
未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变,在完成已签约项目的同时按计划拓展 BOT、PPP 市场,未来营业收入有望稳步增长;同时,长期股权投资收益对公司利润贡献较大,联合资信对公司评级展

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公司所有其他待偿还债务融资工具，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很强。

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 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



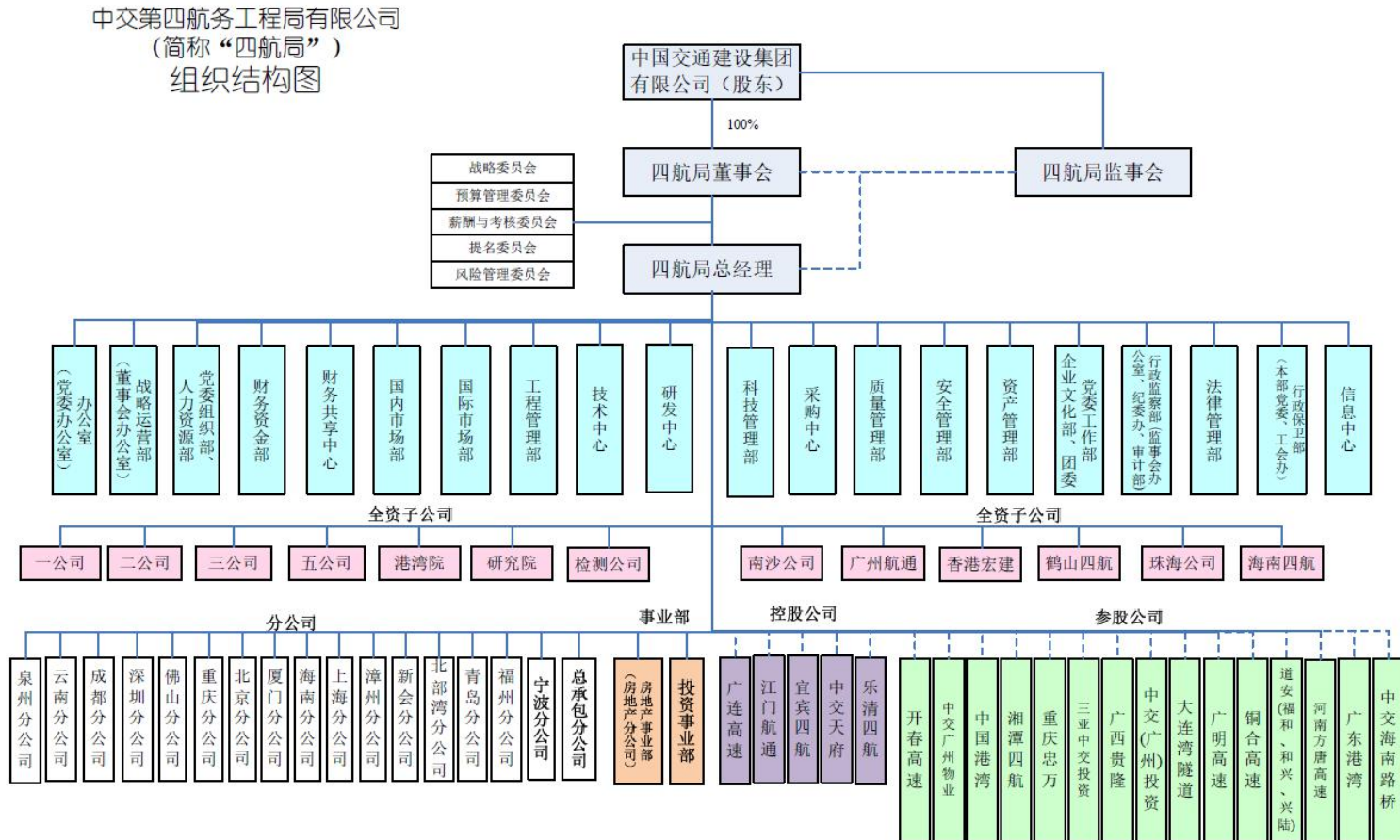
附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

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	大型设备建设工程	26000.00	100	100	投资设立
8	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
9	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
10	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
11	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
12	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
13	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
14	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
15	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
16	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
17	广州港湾工程质量检测有限公司	2	境内非金融子企业	检测服务	2000.00	100	100	投资设立
18	中交四航局广州南沙工程有限公司	2	境内非金融子企业	市政道路工程建筑	--	100	100	投资设立
19	乐清四航交通建设投资有限公司	2	境内非金融子企业	公路工程建筑	7925.80	79	79	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
20	中交联合海南路桥投资有限公司	2	境内非金融子企业	公路工程建筑	2500.00	90	22.5	投资设立
21	苍南四航建设有限公司	2	境内非金融子企业	公路工程建筑	--	95	95	投资设立
22	赤壁四航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	--	100	100	投资设立

资料来源：公司提供

附件 1-3 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)	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

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 2019 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。