

信用等级公告

联合〔2020〕525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 2020 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 2020 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
二〇二〇年三月十三日



中交第四航务工程局有限公司

2020 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:

本期中期票据发行规模: 15 亿元
本期中期票据期限: 3+N 年; 于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续
偿还方式: 按年付息, 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: 2020 年 3 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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”)控股子公司, 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可能给公司经营带来的不利影响。

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。本期中期票据的发行对公司现有债务结构及规模有一定影响, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。

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。

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, 公司主体偿债能力极强, 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. 公司股东实力强。公司为中交股份的控股子公司, 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。
2. 公司在业务经验和施工资质等方面竞争优势明显。公司拥有港口与航道工程施工总承包特级资质, 施工

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素		评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险		2
			行业风险		4
		自身竞争力	基础素质		1
			企业管理		1
			经营分析		1
财务风险	F2	现金流	资产质量		3
			盈利能力		1
			现金流量		3
		资本结构			2
		偿债能力			2
调整因素和理由					调整子级
--					--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

经验丰富, 技术优势显著。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。

3. **公司业务多元化发展, 整体盈利能力较强。**公司以跨领域建筑施工业务为主导, 辅以投资项目建设及设备制造、房地产开发等多元化经营, 近年来收入规模快速增长, 整体盈利能力较强。

关注

1. **本期中期票据条款具有一定特殊性。**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. **公司投资业务存在较大投资压力。**近年来, 公司投资业务发展较快, 在建和拟建 BOT/PPP 项目投资规模较大, 有息债务快速增长, 未来仍存在较大投资压力。
3. **公司海外业务存在一定风险。**公司海外业务规模较大, 主要分布在非洲、中东及东南亚地区, 存在一定政治、经济和汇率风险。

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	44.39	63.19	59.56	42.20
资产总额(亿元)	326.00	428.22	524.20	592.69
所有者权益(亿元)	94.78	113.49	144.69	168.06
短期债务(亿元)	16.76	53.63	38.08	67.03
长期债务(亿元)	28.92	22.78	54.91	84.75
全部债务(亿元)	45.69	76.42	92.99	151.78
营业收入(亿元)	279.82	307.86	333.05	242.04
利润总额(亿元)	16.81	19.13	21.94	15.12
EBITDA(亿元)	26.89	27.05	30.36	--
经营性净现金流(亿元)	21.76	35.20	36.01	5.35
营业利润率(%)	10.61	11.65	10.78	10.07
净资产收益率(%)	14.65	14.58	13.66	--
资产负债率(%)	70.93	73.50	72.40	71.64
全部债务资本化比率(%)	32.53	40.24	39.12	47.46
流动比率(%)	91.19	74.71	71.65	72.21
经营现金流动负债比(%)	11.70	12.90	11.74	--
现金短期债务比(倍)	2.65	1.18	1.56	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	8.96	9.90	6.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.70	2.83	3.06	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	264.91	329.73	432.83	501.03
所有者权益(亿元)	82.95	99.92	128.16	149.60
全部债务(亿元)	25.88	22.58	23.99	56.84
营业收入(亿元)	237.51	260.33	281.73	210.95
利润总额(亿元)	15.99	17.79	20.03	15.11
资产负债率(%)	68.69	69.70	70.39	70.14
全部债务资本化比率(%)	23.78	18.43	15.77	27.53
流动比率(%)	69.12	71.27	71.83	76.19
经营现金流动负债比(%)	20.95	18.64	11.54	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/18	张雪婷 朱 煜	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AAA	稳定	2018/8/31	竺文彬 朱 煜	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2020 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。根据 2019 年 10 月签署的《中交第四航务工程局有限公司增资协议》，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银资产”）、农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银资产”）、工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银资产”）、建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信资产”）合计以货币形式向公司增资 30.00 亿元¹，其中 6.84 亿元计入“实收资本”，23.16 亿元计入“资本公积”。公司已于 2020 年 2 月 21 日完成相关增资的工商变更手续，并已收到全部增资款。截至 2020 年 2 月底，公司注册资本和实收资本均为 49.66 亿元，中交股份持有公司 86.23% 的股权，交银资产和农银资产分别持有公司 4.59% 的股权，工银资产和建信资产分别持有公司 2.30% 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：建筑钢结构、预制构件工程安装服务；机电设备安装服务；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；码头疏浚；公路运营服务；钢结构制造；单位后勤管理服务（涉及许可经营的项目除外）；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；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；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；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；市政公用工程施工；资产管理（不含许可审批项目）；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；铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑；公路工程及相关设计服务；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 9 月底，公司本部内设办公室、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 23 家，在岗职工 7020 人。

截至 2018 年底，公司资产总额为 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。

¹ 根据《关于中交第四航务工程局有限公司之投资协议》约定的退出安排，上述四家投资人可通过资本市场退出、中交股份收购、中交股份协助转让、合意转让退出的方式于增资日后 60 个月内或任意时间退出，投资人亦享有收购选择权。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额为 592.69 亿元，所有者权益合计为 168.06 亿元（其中少数股东权益 8.94 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 242.04 亿元，利润总额 15.12 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区沥滘路 368 号；法定代表人：李惠明。

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 月和 2019 年 8 月分别发行 15.00 亿元“18 中交四航 MTN001”和 10.00 亿元“19 中交四航 MTN001”，本期计划发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额 15.00 亿元，期限为 3+N 年，于公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据募集资金拟全部用于偿还银行贷款。

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²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³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

² 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%）。

³ 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%）。

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

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步

下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三第四季度同比增长6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

资料来源：国家统计局、Wind

(1) 消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速

为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

（2）工业生产较为低落，服务业较快发展

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点，运行于近10年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长3.5%。12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

（3）居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）

同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

（4）财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。

（5）就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019年31个大城市调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架

初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下降11个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

(1) 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长

在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返乡问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

(2) 受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

(3) 积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响

财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债限额8480亿元（其中一般债限额5580亿元、专项债限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

(4) 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关

央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10BP，5年期报价4.75%，下调5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作

用。

四、行业及区域经济环境

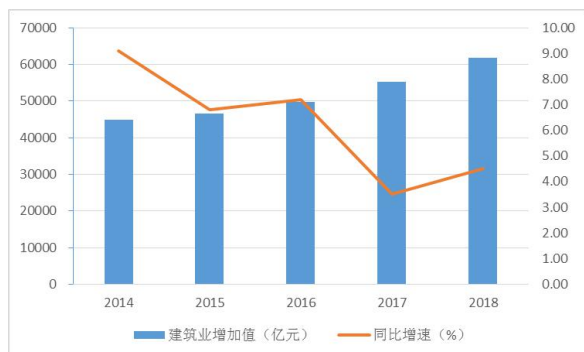
1. 行业概况

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

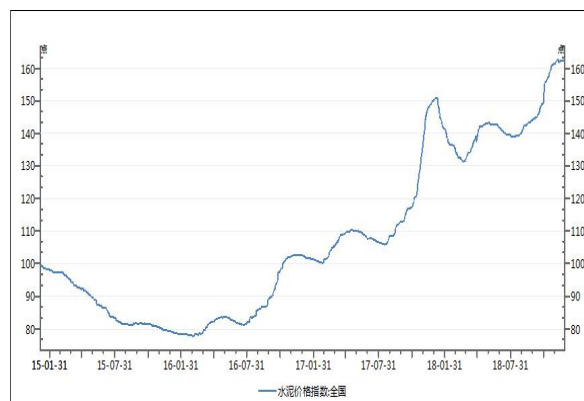
钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017年以来，受益于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。

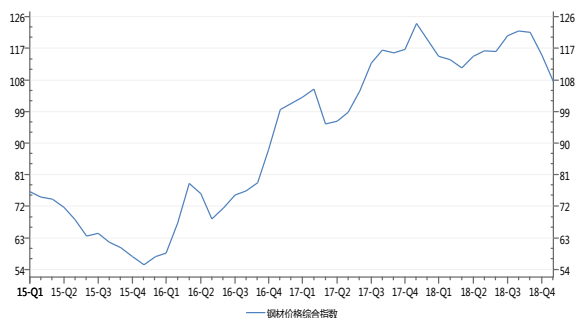
2018年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018年9月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落1.24个百分点至77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

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 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

2019 年，基建投资逐渐回暖，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

近年来，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%。

经初步核算，2019年，广东省完成地区生产总值107671.07亿元，同比增长6.2%。其中，第一产业增加值4351.26亿元，增长4.1%；第二产业增加值43546.43亿元，增长4.7%；第三产业增加值59773.38亿元，增长7.5%。同期，广东省规模以上工业增加值和固定资产投资额分别增长4.7%和11.1%。2019年，广东省建筑业增加值4255.07亿元，增长5.9%，建筑业签订的合同额46400.31亿元，其中当年新签合同额22177.15亿元；建筑业总产值16633.41亿元，全省建筑业生产经营平稳向好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司为中交股份控股子公司，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2020年2月底,公司注册资本和实收资本均为49.66亿元,中交股份持有公司86.23%的股权,为公司控股股东,公司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、桥梁及隧道设计及建设企业,世界最大的疏浚企业。截至2019年9月底,中交股份资产总额10686.39亿元,所有者权益2675.78亿元。2018年及2019年1—9月,中交股份分别实现营业收入4908.72亿元和3746.89亿元,利润总额分别为254.49亿元和173.78亿元。自2008年入选美国《财富》杂志“世界500强企业”以来,随着中交股份综合实力的提升,排名从2008年的第426位提升至2019年的第93位,此外,中交股份连续4年荣膺ENR全球最大国际承包商第3名,连续13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。

公司系中交股份控股子公司,截至2019年9月底,下设子公司23家,相比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 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年及2019年1—9月,公司分别投入研发费用11.04亿元、10.96亿元、11.10亿元和5.96亿元,分别占营业收入比重为3.95%、3.56%、3.33%和2.46%。

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年及2019年1—9月,公司分

别获得财政补贴 0.20 亿元、0.28 亿元、0.21 亿元和 0.05 亿元。

(2) 股东支持

公司是中交股份控股子公司，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。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司新签施工合同额中依托于中交股份的占比分别为 63%、47%、43%和 42%。资金方面，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，中交股份给予公司贷款分别为 11.87 亿元、16.30 亿元、28.66 亿元和 21.63 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。中交集团下属中交财务公司给予公司约 17 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主要包括董事长 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。

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、党委常委、党委委员，2014 年 11 月起任公司董事、总经理、党委副书记、党委常委；2020 年 2 月以来任公司董事长、法定代表人，兼任公司总经理。

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9月底，公司在岗职工7020人，

其中管理及技术人员6046人，熟练技术工人595人；享受政府特殊津贴的专家15人，具有教授级高级职称的52人、高级职称的792人、中级职称的1783人，一级注册建造师548人(专业项650项)；从学历构成看，博士占0.53%、硕士研究生占7.24%、大学本科占67.38%，本科以下占24.85%；从年龄构成看，35岁以下员工占60.13%、30~50岁员工占30.07%、50岁以上员工占9.80%。

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(自主查询版，统一社会信用代码：914401011904321294)，截至2020年2月19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2020年3月6日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

六、管理水平

1. 法人治理结构

公司设立了健全的法人治理结构，董事会、监事会及经理层人员均已按章程设置到位，整体运行情况良好。

公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。公司设立股东会，由全体股东组成。股东会是公司的权力机构，根据相关法律法规和《公司章程》的规定，股东会的主要职权包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表出任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会和监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；修改公司章程等事项。

公司设立党委，党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行职责。党委设书记 1 名，其他党委成员若干名。董事长、党委书记原则上由一人担任。

公司设董事会，董事会是公司经营决策机构。董事会向股东会负责。公司董事会由 6 名董事组成，除 1 名职工董事外，由交银资产提名 1 名董事，其余董事均由中交股份提名，非职工董事均由股东会选举产生，职工董事由公司职工民主选举产生。董事会设董事长 1 名，由中交股份提名的董事担任，董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。董事每届任期三年，任期届满，由股东继续指派可以连任。董事可以兼任公司的其他高级管理职务。

公司设监事会，监事会负责对董事、经理层人员进行监督，向股东会负责并报告工作。公司监事会由 3 名监事组成，其中 2 名由中交股份提名并经股东会选举产生，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。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司董事、经理层人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。

公司设经理层，在董事会的领导下，执行董事会决议并负责公司的日常经营管理。经理层决定重大经营管理事项须事先经公司党委研究讨论。经理层包括：总经理 1 名，副总经理若干名，总会计师、总工程师、总经济师、总法律顾问等，协助总经理工作。经理层人员由董事会聘任或解聘。总经理任期三年，任期届满前，董事会应根据总经理任期内的业绩作出是否续聘的决定。

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，2016—2018年收入占比均在70%以上；投资项目收入呈快速增长趋势，2017年以来收入占比均达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—9月，公司主营业务收入为242.04亿元，相当于2018年全年的73.22%，仍以建筑施工收入为主，投资项目收入占比继续上升，收入构成整体保持稳定。同期，公司主营业务毛利率为10.40%，较2018年全年下降0.62个百分点。

表3 公司营业收入收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9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	167.81	69.33	7.93
投资项目	30.50	10.99	20.43	63.00	20.61	12.94	72.81	22.03	16.14	63.88	26.40	16.21
设备建造	8.34	3.00	17.11	3.21	1.05	14.22	1.65	0.50	7.86	1.70	0.70	7.01
其他	17.93	5.63	15.13	13.34	4.36	9.28	16.55	5.00	14.52	8.65	3.57	15.87
合 计	279.82	100.00	11.05	305.73	100.00	11.91	330.58	100.00	11.02	242.04	100.00	10.40

注：公司其他业务主要是勘察设计及咨询、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

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，近年来收入占比均在 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。2016—2018 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。2016—2018 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，2016—2018 年，铁路工程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，近年来毛利率有所波动，2018 年分别为 5.92% 和 8.05%，同比分别下降 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。2016—2018 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，近年来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—9 月，公司实现传统建筑施工业务收入 167.81 亿元，相当于 2018 年全年业务收入的 70.05%，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 7.93%，受占比较高的港口工程毛利率下降影响，建筑施工业务毛利率较 2018 年全年下降 1.31 个百分点。

表 4 公司建筑施工板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9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	106.48	63.46	8.02
铁路工程	36.03	16.15	7.59	28.71	12.69	8.56	31.31	13.07	5.92	7.52	4.48	4.14
公路工程	35.00	15.74	6.48	51.37	22.72	8.36	53.13	22.18	8.05	34.41	20.51	8.99

桥梁工程	2.49	1.12	4.88	3.90	1.72	8.39	2.84	1.19	8.16	3.02	1.80	3.70
隧道工程	0.03	0.02	-120.63	1.65	0.73	11.72	1.08	0.45	2.43	2.84	1.69	6.97
机场建设	--	--	--	3.84	1.70	3.23	3.75	1.56	16.08	0.64	0.38	5.01
房屋建筑	6.95	3.11	7.71	0.66	0.29	47.20	2.89	1.21	16.12	1.95	1.16	6.92
疏浚吹填	13.65	6.12	10.68	11.93	5.28	9.02	7.68	3.20	9.60	1.49	0.89	4.51
其他基建工程	--	--	--	--	--	--	6.30	2.63	16.73	9.46	5.63	8.67
合计	223.05	100.00	9.22	226.18	100.00	11.74	239.56	100.00	9.24	167.81	100.00	7.93

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司建筑施工板块重大在建项目合同额合计141.58亿元，累计已施工投资39.61亿元，项目涵盖轨道、市政、港

航、水利水电等多种工程类型。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9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
中交四航局东莞市水生态建设项目五期工程（第五标段）工程	市政工程	2019/01/25	2020/01/25	19.22	14.88	9.57
广州市轨道交通十二号线及同步实施工程总承包项目合同	轨道工程	2019/01/01	2023/07/01	18.55	0.79	0.70
万州区万一中至驸马片区库岸及消落区综合整治工程EPC总承包	港航其他	2019/01/01	2022/12/31	14.24	0.96	0.00
深圳至中山跨江通道主体工程（S09标）	跨海通道	2018/08/02	2023/12/31	14.10	5.96	5.78
万安枢纽二线船闸工程主体土建工程W1标施工总承包	航务工程	2019/06/06	2022/04/05	13.75	0.61	0.41
中交四航局南沙公司横沥岛尖城市开发与建设项目建设部	市政工程	2019/01/01	2023/12/31	12.87	3.00	2.07
中山东路（新津路-莲凤路）道路桥梁及配套项目	市政工程	2019/07/16	2021/12/31	12.73	0.07	0.00
广州市白云区污水治理和供水管网工程（EPC）	市政工程	2019/06/26	2020/03/31	12.31	5.01	0.32
四航局车陂路新滘东路隧道工程项目	隧道工程	2017/12/08	2022/05/16	12.27	5.50	4.95
引江济淮工程（安徽段）江淮沟通段施工J005-1标施工	水利水电	2018/11/01	2022/12/31	11.54	2.83	1.38
合 计				141.58	39.61	25.19

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，2016—2018年及2019年1—9月，国内建筑施工业务的收入占比分别为74.06%、70.94%、63.60%和67.59%，整体呈下降趋势。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。由于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6 公司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—9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	113.42	67.59
海外	57.87	25.94	65.90	29.06	87.19	36.40	54.39	32.41
合计	223.05	100.00	226.18	100.00	239.56	100.00	167.81	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 9 月底，公司前十大重要的在建海外项目合同额约 106.72 亿元，已确认收入 37.74 亿元，已回款 30.72 亿元，回款情况尚可，项目主要分布在非洲、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至总合同量的三分之一。

表7 截至2019年9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 号泊位工程项目经理部	航务工程	2014/06/30	2020/10/31	28.53	20.85	19.40	73.10
2	中交蒙巴萨港新建 KOT 项目	航务工程	2019/02/01	2021/08/31	23.37	3.64	3.34	15.58
3	东帝汶帝巴湾集装箱码头项目施工分包合同	港航其他	2019/01/30	2021/04/30	11.04	0.75	1.06	6.78
4	柬埔寨金港高速公路项目 2 标段施工合作协议	道路工程	2019/06/17	2022/06/17	10.32	0.66	0.49	6.36
5	斯里兰卡港口城市市政项目	市政工程	2018/01/01	2020/01/01	7.14	2.89	0.79	40.45
6	香港综合废物管理项目	港航其他	2019/04/29	2020/05/27	6.64	0.14	0.01	2.23
7	坦桑尼亚达港 1-7 号泊位改扩建项目	港航其他	2018/01/01	2020/12/31	5.69	4.42	3.12	77.59
8	尼日利亚凯菲至马库尔迪公路改扩建工程项目	道路工程	2018/04/07	2021/04/07	4.84	1.28	0.78	26.52
9	加纳特码 LNG 码头工程项目	港航其他	2019/04/01	2020/06/30	4.59	2.65	1.31	57.83
10	赞比亚 D19 公路升级改造项目分包合同	道路工程	2018/06/28	2021/06/28	4.56	0.46	0.42	10.01
合 计					106.72	37.74	30.72	--

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%。2019年1—9月，公司施工板块新签合同额338.53亿元，相当于2018年全年的57.31%。

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%。2019年1—9月，海外业务施工新签合同额为32.99亿元，相当于2018年全年的26.82%，规模缩减主要系受全球经济及贸易局势、海外项目开发模式转变、未将港澳地区项目统计在内

等因素综合影响所致。未来公司会紧跟国家和中交集团的海外业务布局，探索新的合作开发模式，并继续拓展海外市场领域。

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，2016—2018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172.03亿元，较上年增长46.17%，占当年施工板块新签合同总额的29.12%。近年来，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。2019年1—9月，公司新增环保工程业务，新签合同额55.41亿元，带动港航疏浚板块新签合同额规模及占比大幅增长。同期，路桥轨道板块新增13.22亿元隧道工程业务量，公司施工业务领域进一步拓展。

截至2019年9月底，公司在手未完工合同金额合计800.89亿元，较2018年底增长12.43%，其中境外合同额98.38亿元。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 公司施工板块业务分类新签合同额情况（单位：亿元、%）

业务分类		2016年		2017年		2018年		2019年1—9月	
		金额	占比	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	50.93	15.04
	疏浚工程	1.99	0.57	2.43	0.57	0.48	0.08	0.42	0.12
	水利水电	1.30	0.37	10.73	2.54	49.02	8.30	60.42	17.85
	吹填造地	--	--	33.27	7.86	9.38	1.59	9.42	2.78
	房屋建筑	16.09	4.60	14.36	3.39	0.05	0.01	13.98	4.13
	跨海通道	--	--	--	--	24.07	4.07	8.96	2.65
	环保工程	--	--	--	--	--	--	55.41	16.37
	港航其他	2.07	0.59	1.80	0.43	32.18	5.45	1.87	0.56
	小计	157.23	44.94	117.69	27.81	172.03	29.12	201.41	59.50
路桥轨道	道路工程	63.34	18.11	173.33	40.97	216.58	36.66	12.73	3.76
	隧道工程	--	--	--	--	--	--	13.22	3.91
	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	25.66	7.58
	市政工程	24.12	6.89	17.80	4.21	66.24	11.21	52.51	15.51
	陆上其他	4.84	1.38	--	--	--	--	--	--
	小计	99.91	28.56	205.05	48.47	295.72	50.05	104.13	30.76
海外业务	海外航务	79.61	22.76	38.49	9.10	73.37	12.42	22.03	6.51
	海外路桥	12.93	3.70	61.78	14.60	47.04	7.96	10.17	3.00
	海外其他	0.16	0.05	0.10	0.02	2.58	0.44	0.79	0.23
	小计	92.70	26.50	100.37	23.72	122.99	20.82	32.99	9.75
合 计		349.84	100.00	423.11	100.00	590.73	100.00	338.53	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%或97%）给付工程款，剩余部分（5%或3%）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

项目规模较大，未来存在较大的投资压力。

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，近年来公司以基础设施投资领域为主，深耕投资市场，积极推进 PPP 投资项目的跟踪开发。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，2016—2018 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”。

表9 截至2019年9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	2020年拟投资额	2021年拟投资额	2022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	986466	676134	403792	--
	开平至阳春高速公路项目	28.00	375225	693262	2017.10—2020.10	183358	88602	--	--
	广西贵港至隆安高速公路项目	28.00	582937	424400	2016.01—2019.07	580392	--	--	--
	小计	--	3420783	2780172	--	1750216	764736	403792	--
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	--	--	--
	鹤山市五条连接线（市政道路）工程项目*	100.00	33066	33066	2016.05—2018.12	32730	--	--	--
	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	46642	--	--	--
	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	25288	13637	18000	9461
	鹤山市滨江路工程PPP项目*	100.00	43982	43982	2018.12—2020.12	26488	5877	--	--
	228国道乐清乐成至黄华段工程PPP项目*	79.00	98779	78556	--	22362	17884	20000	20000
	小计	--	1212423	992619	--	363097	37398	38000	29461
合计			4633206	3772791	--	2113313	802134	441792	29461

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

2016—2018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,截至 2019 年 9 月底累计回款 0.76 亿元,2020—2022 年分别预计回款 0.55 亿元、0.70 亿元和 0.70 亿元。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⁴(并表项目公司的资产债务全部转出,公司相应减少无形资产,相应增加中交资产管理有限公司股权资产,计入“其他权益工具投资”),公司目前尚无重大的处于运营期的 BOT 项目。联合资信将持续关注公司在建的 BOT 项目未来经营权持有情况。

截至 2019 年 9 月底,公司主要在建投资项目 9 个,其中 BOT 项目 3 个、PPP 项目 6 个,总投资额合计 463.32 亿元,其中项目施工合同金额 377.28 亿元,累计已完成投资 211.33 亿元。

拟建投资项目方面,截至 2019 年 9 月底,公司主要拟建投资项目为 4 个 PPP 项目,全部纳入公司合并范围。按公司持股比例计算,总投资规模 56.71 亿元。若将公司在建项目投资计划考虑在内,2020—2022 年,公司投资项目分别需求投资 95.93 亿元、59.43 亿元和 12.65 亿元,投资规模较大,未来存在较大的投资压力。

(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。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月,公司装备业务新签合同额有所下降,分别为 6.94 亿元、1.37 亿元、1.08 亿元和 3.19 亿元。

2016—2018 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%。2019 年 1—9 月,公司设备制造板块实现营业收入 1.70 亿元,由于当期新签合同额增长,收入规模较 2018 年全年有所提升;同期,毛利率继续下降至 7.01%。

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. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告,瑞华

⁴ 截至 2019 年底,公司对中交资产管理有限公司的持股比例为 8.57%。

会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年三季度财务报表未经审计。

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—9月，公司合并范围新增赤壁四航交通投资建设有限公司和中交新城投唐山建设有限公司共2家子公司。截至2019年9月底，公司合并范围子公司合计23家（详见附件1-3）。公司新增子公司全部为投资设立，上述子公司规模较小，公

司合并范围变动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，较上年底增长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，较上年底增长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9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	41.93	7.07
应收票据及应收账款	37.10	11.38	40.16	9.38	40.91	7.80	43.34	7.31
其他应收款	15.39	4.72	8.74	2.04	19.73	3.76	6.61	1.12
存货	38.27	11.74	21.64	5.05	17.90	3.41	19.87	3.35
合同资产	--	--	20.54	4.80	33.80	6.45	71.50	12.06
一年内到期的非流动资产	24.86	7.63	41.03	9.58	35.89	6.85	29.81	5.03
流动资产	169.52	52.00	203.85	47.60	219.74	41.92	232.26	39.19
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	40.01	6.75
长期股权投资	32.06	9.83	48.38	11.30	62.83	11.99	64.42	10.87
其他权益工具投资	--	--	37.33	8.72	34.82	6.64	35.61	6.01
其他非流动金融资产	--	--	1.23	0.29	6.28	1.20	8.62	1.45
固定资产	29.14	8.94	30.19	7.05	28.95	5.52	25.22	4.26
在建工程	11.84	3.63	18.57	4.34	11.29	2.15	13.03	2.20

无形资产	7.24	2.22	32.84	7.67	71.40	13.62	118.41	19.98
其他非流动资产	--	--	17.21	4.02	33.63	6.42	34.52	5.82
非流动资产	156.48	48.00	224.37	52.40	304.46	58.08	360.42	60.81
资产总额	326.00	100.00	428.22	100.00	524.20	100.00	592.69	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：根据公司审计报告及 2019 年三季报整理

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，较上年下降 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，较上年底增长 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，公司作为分包方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较上年底下降 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，较上年底增长 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，较上年底增长 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，较上年底增长 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，较上年底增长 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，较上年底下降 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，较上年底大幅增长 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，较上年底增长 95.46%。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 592.69 亿元，较 2018 年底增长 13.07%。其中，流动资产和非流动资产分别占总资产的 39.19% 和 60.81%，非流动资产占比继续上升。从资产主

要构成来看，截至 2019 年 9 月底，公司货币资金 41.93 亿元，较 2018 年底下降 27.29%，主要系项目投资和建设支出增加所致；应收账款 43.27 亿元，较 2018 年底增长 10.32%，仍主要为中交集团内部的应收款项，整体账龄短；合同资产 71.50 亿元，较 2018 年底大幅增长 111.55%，主要系 2019 年下半年进入施工高峰期，施工进度加快，建造合同工程施工已完工未结算规模快速增加所致；无形资产 118.41 亿元，较 2018 年底增长 65.85%，主要系 BOT 项目特许权增加所致；其余科目变动不大。

截至 2019 年 9 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 1550.35 万元。

3. 资本结构

所有者权益

随着盈余公积、未分配利润和其他权益工具的增加，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，较上年底增长 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，近年来快速增长。2016—2018 年，公司未分配利润随利润累积快速增长，年均复合增长 34.36%，截至 2018 年底为 71.67 亿元，较上年底增长 24.24%。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 9 月底，公司所有者权益合计 168.06 亿元，较 2018 年底增长 16.15%，主要系未分配利润和其他权益工具增长所致，权益构成无明显变化。截至 2019 年 9 月底，公司未分配利润为 79.92 亿元，较上年底增长 11.51%。公司于 2019 年 8 月发行 10.00 亿元永续中票，计入其他权益工具，2019 年 9 月底其他权益工具增至 25.00 亿元。

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 9 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	42.09	9.91
应付票据及应付账款	131.81	57.00	179.13	56.92	226.19	59.60	240.41	56.62
预收款项	21.61	9.35	--	--	--	--	--	--
合同负债	--	--	26.86	8.53	23.70	6.25	19.71	4.64
其他应付款	13.91	6.02	12.99	4.13	16.05	4.23	2.08	0.49
流动负债	185.90	80.40	272.86	86.70	306.70	80.82	321.67	75.75
长期借款	23.92	10.35	17.78	5.65	54.91	14.47	84.75	19.96
长期应付款	12.84	5.55	15.65	4.97	14.63	3.86	13.66	3.22
非流动负债	45.33	19.60	41.86	13.30	72.81	19.18	102.96	24.25
负债总额	231.22	100.00	314.72	100.00	379.50	100.00	424.63	100.00
实收资本	42.82	45.18	42.82	37.73	42.82	29.59	42.82	25.48
盈余公积	6.77	7.14	8.35	7.36	10.22	7.06	10.22	6.08
未分配利润	39.70	41.89	57.69	50.83	71.67	49.53	79.92	47.55
其他权益工具	--	--	--	--	15.00	10.37	25.00	14.88

少数股东权益	2.50	2.64	3.65	3.22	6.28	4.34	8.94	5.32
所有者权益合计	94.78	100.00	113.49	100.00	144.69	100.00	168.06	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：根据公司审计报告及2019年三季度整理

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，较上年底增长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，较上年底增长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调整至“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，较年初下降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，较上年底增长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，较上年底增加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9月底，公司负债总额424.63亿元，较2018年底增长11.89%，公司整体负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比75.75%。截至2019年9月底，公司流动负债321.67亿元，较2018年底增长4.88%，其中短

期借款 42.09 亿元，较上年底大幅增长 121.97%；合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债较 2018 年底分别下降 16.83%、87.05% 和 35.75%，其他应付款大幅下降主要系退回部分工程履约保证金和投标保证金所致。截至 2019 年 9 月底，公司非流动负债 102.96 亿元，较上年底增长 41.42%，主要系长期借款规模大幅增长所致，2019 年 9 月底长期借款为 84.75 亿元，较上年底增长 54.35%；其余科目变动不大。

有息债务方面，2016—2018 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，较上年底增长 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 9 月底，公司调整后全部债务 153.40 亿元，短期债务和调整后期长期债务分别占比 43.70% 和 56.30%，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，2020—2022 年，公司到期有息债务分别为 23.46 亿元、3.80 亿元和 0.03 亿元；公司长期借款以项目贷款为主，主要通过投资项目特许权质押取得，期限较长，到期日主要分布于 2024 年以后。考虑到公司有合计 25.00 亿元永续中票计入权益核算，公司实际有息债务规模大于上述测算值。

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 9 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，上述指标分别为 71.64%、47.72% 和 33.95%。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，2016—2018 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，2016—2018 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 年财务费用同比增加 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，同比减少 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，同比增长 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—9 月，公司实现营业收入 242.04 亿元，相当于 2018 年全年收入的 72.67%。同期，公司营业利润率为 10.07%，较 2018 年下降 0.71 个百分点。2019 年 1—9 月，公司期间费用占营

业收入的比重为4.83%，公司对期间费用的管控能力有所提升，同期实现利润总额15.12亿元，相当于2018年全年利润总额的68.92%。

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—9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为196.00亿元，相当于2018年全年的65.48%，公司经营活动产生的现金流量净额为5.35亿元，持续保持净流入；公司现金收入比继续下降至80.98%。2019年1—9月，公司支付其他与经营活动有关的现金为20.05亿元，主要系支出的投标保证金。2019年1—9月，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金5.37亿元，主要为投资项目收到的政府补贴款及其他款项；购建固定资产、无形资产等支付的现金63.90亿元，主要系房地产项目及开春高速公路、广连高速公路等BOT项目的持续投入，公司投资活动产生的现金流量净额为-66.43亿元，资金缺口仍较大。同期，公司筹资活动现金流入以新增借款和吸收投资收到的现金为主，金额分别为125.47亿元和12.48亿元，流出以偿还债务为主，金额为83.42亿元，筹资活动产生的现金流量净额为45.00亿元。

6. 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、间接融资渠道畅通等因素，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，公司经营现金流动负债比小幅波动，

分别为 11.70%、12.90% 和 11.74%。2019 年 9 月底,公司流动比率和速动比率较 2018 年底均小幅上升,分别为 72.21% 和 66.03%,考虑合同资产后的速动比率为 43.80%。截至 2019 年 9 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(41.93 亿元)不足以完全覆盖短期债务(42.09 亿元)。总体看,公司短期偿债能力一般。

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 9 月底,公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底,公司获得的银行授信额度合计 374.18 亿元,尚未使用授信额度 221.79 亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底,公司及合并范围内子公司存在金额超过 1000 万元的重大未决诉讼案件 1 起。中国太平洋财产保险股份有限公司广东分公司于 2009 年 12 月 2 日将包括公司在内的六家单位起诉至天津海事法院,后于 2010 年 6 月 2 日移送至海南省海口法院,案由为船舶损坏水下设施损害赔偿纠纷,诉称因该六单位在海南东方电厂一期工程过程中损坏了中海油公司的天然气管道,导致其向中海石油(中国)有限公司湛江分公司支付保险赔款 13142091.00 美元,要求公司与其他五家单位对其损失承担连带责任,一审判决公司承担 1739246.73 元(人民币)的赔偿款。2014 年 4 月 18 日和 2014 年 5 月 19 日,二审开庭审理,二审海南省高级人民法院裁定发回海口海事法院重审。重审一审判决公司赔偿原告 22504842.82 元,利息 5081120.18 元(均为人民币)。重审一审后,公司于 2018 年 5 月上诉至海南省高院,目前处于重审二审阶段,已经

安排开庭三次,尚未出具判决书。联合资信将持续关注上述重大未决诉讼的进展情况。

7. 母公司财务概况

母公司对集团资金有较强的掌控能力,资产规模和有息债务占合并口径的比重较高。业务经营方面,母公司对集团收入贡献高,利润贡献很高。

母公司财务方面,截至 2018 年底,母公司资产总额 432.83 亿元,较上年底增长 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。截至 2018 年底,母公司流动资产 210.73 亿元,占母公司总资产的 48.69%;其中货币资金 48.65 亿元,占合并口径货币资金的 84.37%。母公司非流动资产 222.10 亿元,占母公司总资产的 51.31%;其中长期股权投资 98.52 亿元,较上年底增长 25.00%,主要系增加对子公司投资所致。截至 2018 年底,母公司资产总额占合并报表资产总额的 82.57%,占比

较高。

截至 2018 年底,母公司所有者权益合计 128.16 亿元,较上年底增长 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。截至 2018 年底,母公司所有者权益主要由实收资本(占 33.41%)、盈余公积(占 7.97%)、未分配利润(占 48.10%)、其他权益工具(占 11.70%)构成。

截至 2018 年底,母公司负债合计 304.66 亿元,较上年底增长 32.58%,主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。从结构上看,母公司流动负债占 96.29%,以短期借款、应付账款和其他应付款为主;非流动负债占 3.71%,以长期应付款为主。截至 2018 年底,母公司负债占合并报表负债总额的 80.28%,占比

较高。

2018 年,母公司实现营业收入 281.73 亿元,同比增长 8.22%,占合并报表营业收入的 84.59%。母公司利润总额 20.03 亿元,同比增长 12.56%,占合并报表利润总额的 91.29%,占比很高。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 501.03 亿元，所有者权益 149.60 亿元，负债总额 351.43 亿元，占合并口径的比重仍较高。同期，母公司全部债务 56.84 亿元，占合并口径全部债务的 37.44%，占比较小，主要系长期借款主要由项目公司承接所致；母公司资产负债率 70.14%，全部债务资本化比率 27.53%。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 210.95 亿元，利润总额 15.11 亿元，分别占合并报表营业收入和利润总额的 87.16%和 99.93%。

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 15.00 亿元，相当于公司 2018 年底调整后长期债务的 24.95%、调整后全部债务的 15.27%，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%，以公司 2018 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 73.16%、43.90%和 34.18%。公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还银行贷款，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

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 1.79 倍、1.80 倍和 2.02 倍，EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可。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 19.21 倍、19.68 倍和 20.46 倍，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。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 1.45 倍、2.35 倍和 2.40 倍，保障能力尚可。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额均可覆盖本期中期票据发行金额；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

公司为中交股份控股子公司，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。受利润积累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。

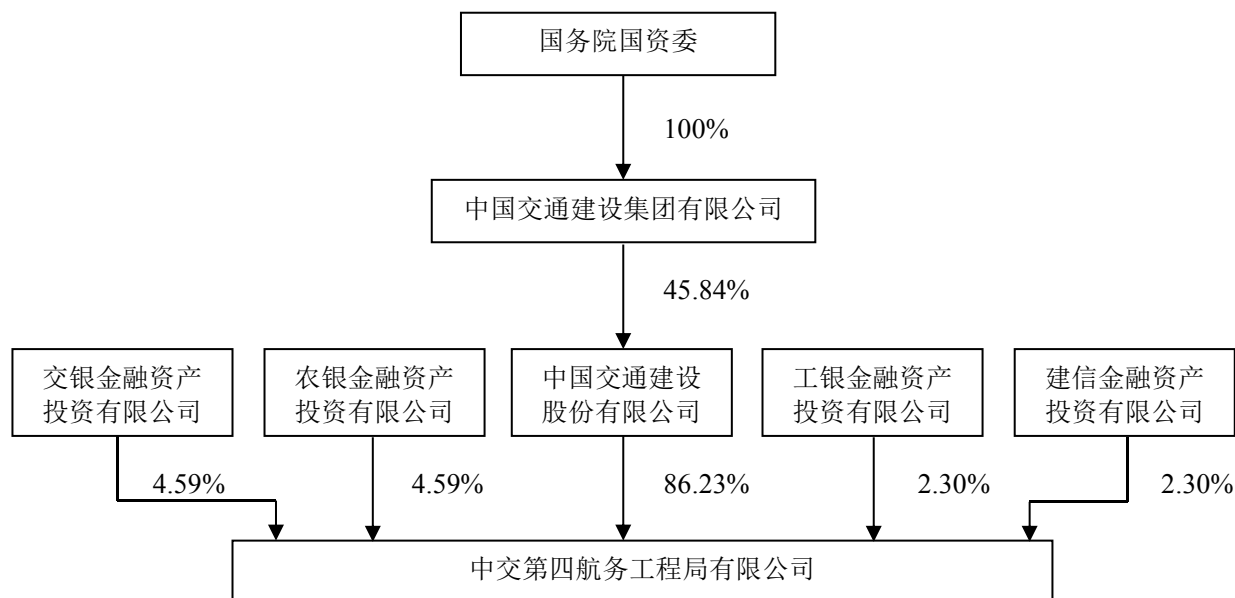
未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变，在完成已签约项目的同时按计划拓展 BOT、PPP 市场，未来营业收入有望稳步增长；同时，长期股权投资收益对公司利润贡献较大，联合资信对公司评级展望为稳定。

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。

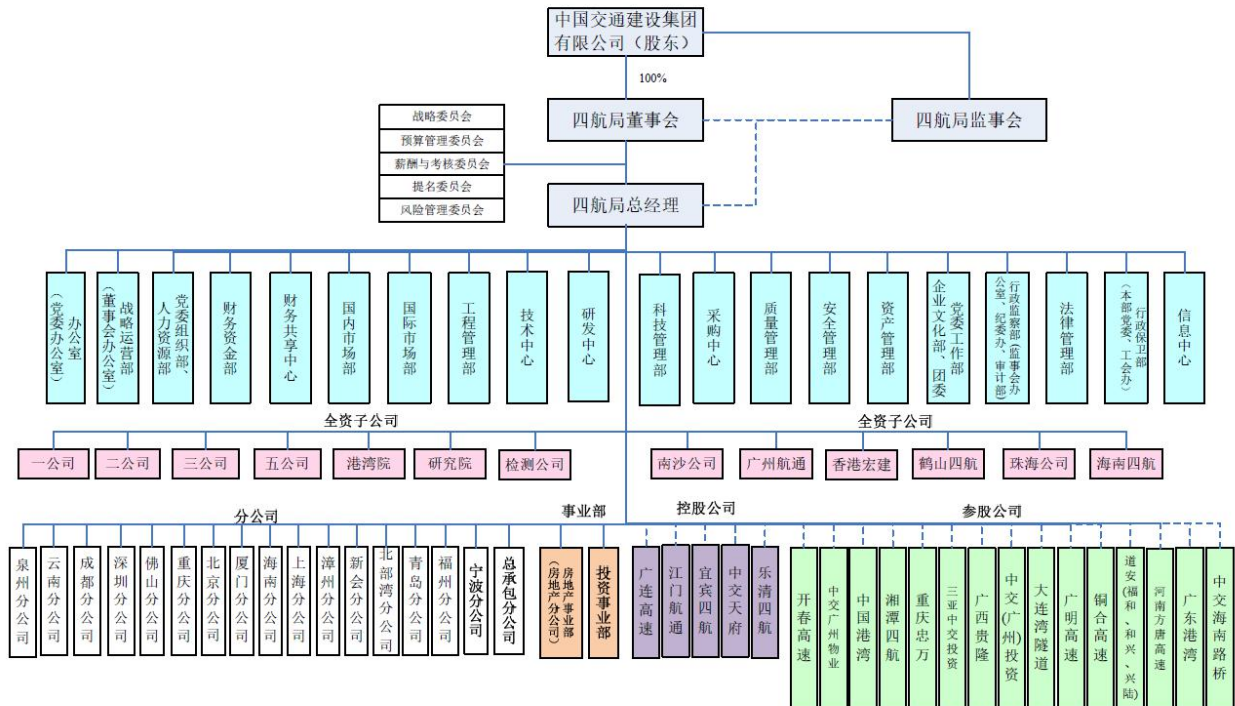
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 2 月底公司股权结构



注：中国交通建设集团有限公司对中国交通建设股份有限公司的持股比例为截至2019年9月底情况

附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册地	经营范围	实收资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
					直接	间接	
1	中交四航局第一工程有限公司	广州	港口及公路	21959.10	100	--	投资设立
2	中交四航局第二工程有限公司	广州	港口及公路	51082.72	100	--	投资设立
3	中交四航局第三工程有限公司	湛江	港口及公路	30020.37	100	--	投资设立
4	中交四航工程研究院有限公司	广州	港口工程	5785.98	100	--	投资设立
5	中交四航局港湾工程设计院有限公司	广州	勘察设计及咨询	1706.51	100	--	投资设立
6	中交四航局珠海工程有限公司	珠海	港口工程	647.78	100	--	投资设立
7	广州航通船业有限公司	广州	大型设备建造工程	26000.00	100	--	投资设立
8	海南中交四航建设有限公司	海口	基础设施建设、建设项目投资	5000.00	100	--	投资设立
9	中交四航局第五工程有限公司	福州	港口及公路	10001.00	100	--	投资设立
10	宏建香港工程有限公司	香港	基础设施建设	84.08	100	--	投资设立
11	中交四航局江门航通船业有限公司	江门	大型设备建造	23500.00	100	--	投资设立
12	中交珠海城际轨道交通投资建设有限公司	珠海	基础设施建设	20000.00	100	--	投资设立
13	中交天府成都实业有限公司	成都	基础设施建设	30000.00	40	--	投资设立
14	宜宾四航投资建设有限公司	宜宾	基础设施建设	12400.00	80	--	投资设立
15	中交广东连佛高速公路投资发展有限公司	连佛	基础设施建设	20000.00	75	--	投资设立
16	鹤山市四航投资建设有限公司	鹤山	基础设施建设	7300.00	100	--	投资设立
17	广州港湾工程质量检测有限公司	广州	检测服务	2000.00	100	--	投资设立
18	中交四航局广州南沙工程有限公司	南沙	市政道路工程建筑	11000.00	100	--	投资设立
19	乐清四航交通建设投资有限公司	乐清	公路工程建筑	7925.80	79	--	投资设立
20	中交联合海南路桥投资有限公司	海口	公路工程建筑	2500.00	90	--	投资设立
21	苍南四航建设有限公司	赤壁	公路工程建筑	500.00	95	--	投资设立
22	赤壁四航交通建设投资有限公司	苍南	基础设施建设	10000.00	100	--	投资设立
23	中交新城投唐山建设有限公司	唐山	基础设施建设	32670.38	79	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	44.39	63.19	59.56	42.20
资产总额（亿元）	326.00	428.22	524.20	592.69
所有者权益（亿元）	94.78	113.49	144.69	168.06
短期债务（亿元）	16.76	53.63	38.08	67.03
长期债务（亿元）	28.92	22.78	54.91	84.75
调整后长期债务	34.89	27.29	60.13	86.37
全部债务（亿元）	45.69	76.42	92.99	151.78
调整后全部债务（亿元）	51.66	80.93	98.21	153.40
营业收入（亿元）	279.82	307.86	333.05	242.04
利润总额（亿元）	16.81	19.13	21.94	15.12
EBITDA（亿元）	26.89	27.05	30.36	--
经营性净现金流（亿元）	21.76	35.20	36.01	5.35
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	80.98
营业利润率（%）	10.61	11.65	10.78	10.07
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	33.52
调整后长期债务资本化比率（%）	26.91	19.39	29.36	33.95
全部债务资本化比率（%）	32.53	40.24	39.12	47.46
调整后全部债务资本化比率（%）	35.28	41.62	40.43	47.72
资产负债率（%）	70.93	73.50	72.40	71.64
流动比率（%）	91.19	74.71	71.65	72.21
速动比率（%）	70.60	66.78	65.81	66.03
经营现金流动负债比（%）	11.70	12.90	11.74	--
现金短期债务比（倍）	2.65	1.18	1.56	0.63
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. 2019 年三季度财务数据未经审计

2. 调整后长期债务=长期债务+长期应付款有息部分；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.19	42.35	50.26	33.52
资产总额（亿元）	264.91	329.73	432.83	501.03
所有者权益（亿元）	82.95	99.92	128.16	149.60
短期债务（亿元）	6.88	9.83	23.99	55.84
长期债务（亿元）	19.00	12.75	0.00	1.00
全部债务（亿元）	25.88	22.58	23.99	56.84
营业收入（亿元）	237.51	260.33	281.73	210.95
利润总额（亿元）	15.99	17.79	20.03	15.11
EBITDA（亿元）	20.74	22.51	25.02	--
经营性净现金流（亿元）	33.50	39.65	33.84	-24.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.50	11.67	8.69	--
存货周转次数（次）	51.75	79.97	129.33	--
总资产周转次数（次）	0.98	0.88	0.74	--
现金收入比（%）	85.73	90.08	86.16	86.24
营业利润率（%）	7.31	9.97	9.38	9.17
总资本收益率（%）	12.81	12.91	12.29	--
净资产收益率（%）	16.81	15.82	14.59	--
长期债务资本化比率（%）	18.64	11.31	0.00	0.66
全部债务资本化比率（%）	23.78	18.43	15.77	27.53
资产负债率（%）	68.69	69.70	70.39	70.14
流动比率（%）	69.12	71.27	71.83	76.19
速动比率（%）	66.23	70.69	70.91	74.74
经营现金流动负债比（%）	20.95	18.64	11.54	--
现金短期债务比（倍）	4.39	4.31	2.09	0.60
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2019 年三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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 2020 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评估有限公司（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。