

中交第三航务工程局有限公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪企评(2020)020029】

评级对象： 中交第三航务工程局有限公司

主体信用等级： AAA

评级展望： 稳定

评级时间： 2020 年 2 月 4 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	49.87	44.09	26.03	14.43
刚性债务	91.77	87.70	120.92	163.69
所有者权益	74.64	73.90	83.04	85.85
经营性现金净流入量	26.43	16.60	11.83	-30.94
合并口径数据及指标：				
总资产	444.54	484.88	523.75	587.63
总负债	356.15	395.56	426.27	485.72
刚性债务	122.38	128.11	165.06	210.53
所有者权益	88.39	89.32	97.49	101.92
营业收入	331.80	334.73	321.31	266.14
净利润	6.76	0.89	2.79	3.25
经营性现金净流入量	19.27	14.01	3.00	-37.12
EBITDA	16.45	10.10	13.94	—
资产负债率[%]	80.12	81.58	81.39	82.66
权益资本与刚性债务 比率[%]	72.23	69.72	59.06	48.41
流动比率[%]	106.74	93.47	98.67	90.46
现金比率[%]	21.43	16.76	10.59	6.42
利息保障倍数[倍]	1.65	1.22	1.51	—
净资产收益率[%]	7.89	1.01	2.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.82	4.14	0.82	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.66	2.24	-4.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.07	2.05	2.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.08	0.10	—

注：根据中交三航局经审计的 2016~2018 及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

韩浩 hh@shxsj.com

汪秧 wangyang@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- **股东支持与管控。**中交三航局的唯一出资人中国交建在我国交通基础设施建设领域具有很强的竞争优势。作为中国交建核心子公司，中国交建在业务方面为公司提供支持和管控。
- **技术优势明显。**中交三航局拥有的施工资质高，施工经验丰富，在港口、公路及市政工程领域具有明显的技术优势。
- **较强的占款能力。**依托中国交建平台和自身的业务获取能力，中交三航局对上游原材料商或分包商具有较强的占款能力。
- **在手订单充足。**中交三航局在手订单较为充足，未来业务开展有保障。
- **融资渠道畅通且融资成本具有优势。**中交三航局具有较好的资信状况和信贷融资能力，能从各大商业银行获得资金支持，具有一定的融资成本优势。

主要风险：

- **资金回笼风险。**中交三航局大量资金沉淀于存货、应收账款及 PPP 项目的资本金，资金回笼压力大。
- **成本控制压力。**中交三航局业绩易受钢筋、水泥、砂石等建筑原材料价格波动的影响，也面临人工成本上升的压力。近年公司盈利能力整体呈弱化趋势。
- **海外业务风险。**中交三航局海外业务规模较大，海外业务持续面临汇率损失、地缘政治等风险。
- **安全及质量风险。**若遭遇施工安全及工程质量方面的问题，中交三航局将遭受重大的直接或间接损失。
- **建筑行业竞争激烈。**我国建筑行业竞争激烈且

不断加剧，中交三航局所处的基建市场竞争较为激烈，公司盈利水平承压。

➤ 未来展望

通过对中交第三航务工程局有限公司主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中交第三航务工程局有限公司

信用评级报告

概况

中交第三航务工程局有限公司（简称“中交三航局”、“该公司”或“公司”）前身为交通部第三航务工程局，于 1989 年 3 月并入中国港湾建设总公司。1997 年 12 月，公司更名为中港第三航务工程局；1998 年 1 月，公司并入中国港湾建设（集团）总公司。2006 年 7 月，公司整体改制为有限公司，初始注册资本为 196,992 万元，并更为现名；同年 12 月，公司股权被划入中国交通建设股份有限公司（简称“中国交建”）。2010 年 4 月，中国交建对公司增资 20,000 万元；2011 年 12 月，公司以未分配利润转增实收资本 41,597.08 万元，中国交建对公司现金增资 27,323.28 万元；2014 年中国交建以债转股形式对公司增资 88,074.68 万元；2015 年中国交建对公司现金增资 163,714 万元。经过中国交建上述一系列的现金增资及未分配利润转增股本，截至 2019 年 9 月末，公司注册资本为 53.77 亿元，中国交建持有公司 100% 股权。

该公司为中国交建主要下属核心子公司之一，以交通基础设施工程承包为主业，可承接港口与航道、公路、铁路、市政公用、水利水电及房屋建筑等各类工程的施工总承包。公司拥有港口与航道工程施工总承包特级、公路工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级等资质。此外，公司还荣获“全国优秀施工企业”、“中国建筑业竞争力 200 强企业”、“中国工程建设诚信典型企业”、“全国交通运输文化建设卓越单位”等称号。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，

短期内我国经济增长有望企稳，但面临的压力依然不小。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债

券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，前期逆周期政策成效将逐步体现，叠加基数效应，我国经济增长有望企稳，但面临的压力依然不小。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

建筑施工行业与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。2019 年前三季度全国固定资产投资增速及建筑行业景气度继续承压。国家有关部门通过加速专项债发行、审批并允许用作符合条件的重大项目资本金以及降低基础设施项目最低资本金比例等措施推动已批复重大项目的投资落地，基础设施建设施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

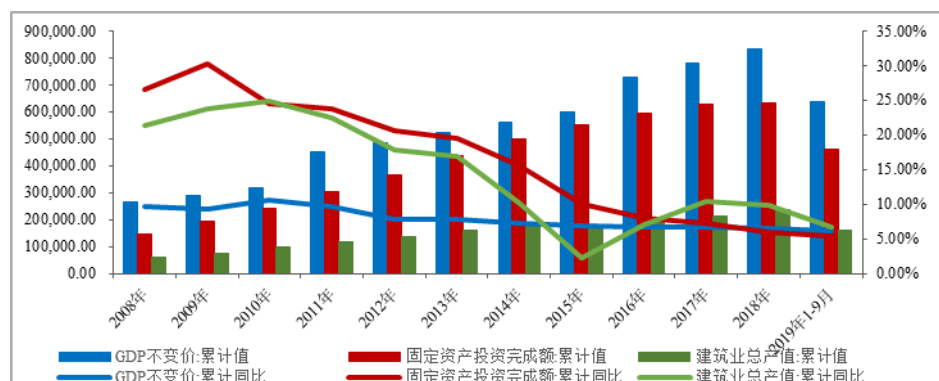
A. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 2.29%。2016 年以来，我国经济发展进入新常态，叠加去杠杆及限制地方融资背景下，固定资产投资维持增长但增速持续下滑。得益于前期保障房及棚户区改造的房建投资拉动及后期的基建补短板，建筑施工行业总产值有所回暖，但未来仍将长期处于低速增长态势。

2018 年，全国实现国内生产总值 83.30 万亿元，固定资产投资累计完成 63.56 万亿元，分别同比增长 6.60%和 5.90%，增速均较上年有所下降，其中固定资产投资增速下降幅度较大，较上年下降 1.30 个百分点。同年，建筑施工业完成总产值 23.51 万亿元，同比增长 9.88%，增速较上年回落 0.62 个百分点。2019 年 1~9 月，我国实现国内生产总值 63.78 万亿元，固定资产投资完成额累

计 46.12 万亿元、建筑施工企业完成总产值 16.25 万亿元，分别同比增长 6.20%、5.40%和 6.66%，建筑业总产值增速较上年同期下降 2.72 百分点，下滑明显。

图表 1. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑业产值变化趋势（单位：亿元）



近年来建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2016~2018 年，建筑行业新签合同额分别为 21.28 万亿元、25.46 万亿元和 27.29 万亿元。2018 年以来地方政府投融资监管趋严，基建投资意愿下降，同时受 PPP 项目清库、信用紧缩等因素影响，当年建筑业新签合同额增速较上年下降 12.51 个百分点，至 7.16%。2019 年 1~9 月，我国建筑施工企业新签合同金额 18.71 万亿元，同比增长 4.38%，新签合同增速继续下探。

2018 年以来，国内外经济形势更加严峻、复杂，在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度受到影响。2018 年下半年开始，相关部门加快固定资产投资项审批，并通过加速专项债发行、审批并用允许用作符合条件的重大项目资本金等举措推动已批复项目的投资落地。2019 年前三季度，建筑施工行业景气度继续承压，未来伴随基建托底的一系列政策落地，基建项目投资将有所回暖。以下将分为交通基础设施施工、市政工程施工、海外工程施工等细分子行业对其市场前景进行分析。

1、交通基础设施施工

交通基础设施施工方面，受严控地方政府债务、金融监管加强、PPP 项目清库、环保力度加大以及去杠杆等因素叠加影响，2018 年我国交通基础设施投资增速放缓。尽管 2018 年下半年来，国家相关部委多次出台政策加码“基建补短板”力度，但较 2017 年 PPP 快速扩张拉动交通基础设施建设投资高速增长背景下，2018 年我国交通基础设施建设投资增速明显下降，当年完成铁路、公路、水路固定资产投资 3.22 万亿元，较上年增长 0.73%，增速较上年度下降 10.90 个百分点。2019 年 1~9 月，我国完成铁路、公路、水路固定资产投资 2.17 万亿元，同比增长 1.43%，投资放缓态势仍然持续。但在当前经济下行压力加大、地产调控持续高压的背景下，基建托底仍具重要作用，交通基础设施投资仍有望保持投资规模。

公路建设投资方面，2018 年我国完成公路建设投资 21,335 亿元，较上年增长 0.39%，增速较上年的 18.23%下降了 17.84 个百分点。截至 2018 年末，

我国公路总里程 484.65 万公里，较上年增加 7.31 万公里；公路密度 50.48 公里/百平方公里，较上年增加 0.76 公里/百平方公里。2019 年 1~9 月，公路建设投资完成投资 15,763.32 亿元，同比增长 3.1%。

自 2014 年铁路建设投资大幅增长后，近年来我国铁路固定资产投资额稳定在 8,000 亿元以上。2018 年我国完成铁路投资 8,028 亿元，较上年基本持平；投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里，分别较上年增加 1,645 公里和 1,918 公里。截至 2018 年末，我国铁路运营总里程为 13.1 万公里，其中高铁营业里程超 2.9 万公里；全国铁路路网密度为 136.9 公里/万平方公里，较上年末增加 3.7 公里/万平方公里。2019 年 1~9 月，我国铁路固定资产完成投资 5,546 亿元，同比下降 3.1%；累计完成全年 8,000 亿元初始投资计划的 69.32%，预计第四季度铁路建设或将提速。

在水运需求增长趋缓背景下，“十三五”期间水运基础设施建设尤其是沿海建设强度继续下降。2018 年，全年完成水运建设投资 1,191 亿元，较上年下降 3.8%，跌幅较上年收窄 8.73 个百分点。截至 2018 年末，全国港口拥有生产用码头泊位 23,919 个，较上年减少 3,659 个；万吨级及以上泊位 2,444 个，较上年增加 78 个，水运投资向专业化、万吨级及以上规模的港口泊位集中。2019 年 1~9 月，我国内河建设完成投资 422.33 亿元，同比增长 2.7%；沿海建设完成投资 369.53 亿元，同比下降 7.8%。

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》、《铁路“十三五”发展规划》、《中长期铁路网规划》和《水运“十三五”发展规划》等文件要求，至 2020 年，我国公路通车里程达到 500 万公里，高速公路建成里程达到 15 万公里；铁路网规模达到 15 万公里；沿海港口万吨级及以上泊位达到 2,527 个，内河高等级航道里程 1.71 万公里。2018 年下半年，国务院办公厅出台《关于保持基础设施建设补短板力度的指导意见》，对铁路、公路、机场等领域建设提出了明确的任务；2019 年 9 月印发《交通强国建设纲要》，明确 2020 年完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，2021 年至本世纪中叶分两个阶段推进交通强国建设，到 2035 年基本建成交通强国，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）。《交通强国建设纲要》的提出，将利好交通基础设施建设市场，相应子行业的建筑施工企业外部环境相对向好。

2、市政工程施工业

市政工程施工业方面，城镇化发展带动的基础设施建设投资将为市政基础设施施工企业提供较为广阔的成长空间和持续发展的有利条件。2017 年我国城市市政公用设施固定资产投资完成额为 1.93 万亿元，占同期全社会固定资产投资总额的 3.01%；同比增长 10.70%，增速较上年提高 2.95 个百分点。同年，道路桥梁、轨道交通、园林绿化和地下综合管廊固定资产投资完成额分别为 6,996.7 亿元、5,045.2 亿元、1,759.6 亿元和 673.4 亿元，分别同比增长-7.50%、23.67%、5.36%和 128.49%。

在城市道路桥梁方面，截至 2018 年末我国城市道路长度 43.22 万公里，道路面积 85.43 亿平方米，分别较上年末增长 8.65% 和 8.29%，增速分别提高 4.63 和 3.65 个百分点；人均城市道路面积为 16.70 平方米，较上年末增加 0.65 平方米。在园林建设方面，同年末我国城市园林绿地面积 304.71 万公顷，其中公园绿地面积为 72.37 万公顷，分别较上年末增长 4.30% 和 5.13%，增速均较上年略有下降；人均公园绿地面积为 14.11 平方米，较上年末增加 0.10 平方米。

在轨道交通方面，2018 年末中国大陆地区共有 35¹ 个城市开通城市轨道交通，运营线路 185 条，运营线路总长度 5,761.4 公里；较上年末相比，新增一城市——乌鲁木齐，新增运营线路 20 条、运营线路长度 728.7 公里。2018 年全年城轨交通在建线路总长 6,374 公里，在建线路 257 条（段）；其中地铁在建线路 5,315.6 公里，占比超 83%。2017 年 8 月，包头等城市地铁项目被叫停，国家发改委一段时间内未再批复任何地铁建设规划。2018 年 6 月 28 日，国务院办公厅印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，申报地铁城市的经济总量和财政实力准入门槛均有所提高：城市一般公共预算收入从 100 亿元提高到 300 亿，地区生产总值从 1,000 亿提高到 3,000 亿元，人口最低标准从城区人口 300 万以上调整为市区常住人口 300 万人以上。轨道交通申请审批条件进一步规范和优化，国家发改委恢复对轨道交通申报审批。截至 2018 年末，国家发改委批复的 44 个城市规划线路总投资额合计 38,911.1 亿元，其中上海、北京、广州、杭州、深圳和武汉六个城市投资计划均超 2,000 亿元，上述城市规划线路投资总额为 15,438.8 亿元，约占全国已批复总投资的 40%。从建设城市来看，2018 年共有 15 个城市轨道交通建设投资超 150 亿元，其中成都市投资完成额超 600 亿元，武汉、杭州、北京 3 市投资完成额超 300 亿元²。目前获批轨道交通建设的城市财政实力强，承建轨道交通工程的建筑企业回款安全性和及时性也有所加强。

2017 年 5 月，住建部和国家发改委联合发布《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，城市建成区路网密度达到 8 公里/平方公里以上、建成区道路面积率达到 15%；城市轨道交通运营里程达到 7,000 公里；全国城市道路综合管廊配建率达到 2% 左右，20% 城市建成区达到海绵城市建设要求；油气管网里程达 16.5 万公里；新建各类公园绿地面积 16 万公顷；地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内等。城市轨道交通和地下综合管廊建设等领域的建筑市场发挥空间大。

3、海外工程施工业

东南亚、非洲等发展中国家和地区的基础设施建设需求强，尤其在国家级顶层合作倡议“一带一路”的引导下，为我国建筑施工企业走出去提供了广阔

¹ 轨道交通包括地铁、轻轨、单轨、市域快轨、现代有轨电车、磁浮交通和 APM 等 7 种类型。全国开通城市轨道交通的城市包括：北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、武汉、南京、沈阳、长春、大连、成都、西安、哈尔滨、苏州、郑州、昆明、杭州、佛山、长沙、宁波、无锡、南昌、兰州、青岛、淮安、福州、东莞、南宁、合肥、石家庄、贵阳、厦门、珠海、乌鲁木齐。

² 数据来源：2019 年 3 月中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2018 年度统计和分析报告》。

的发展空间。2018 年我国对外承包工程新签合同额为 2,418.00 亿美元，较上年下降 8.80%，为近五年来首次出现下滑；同年，对外承包工程业务完成营业额 1,690.40 亿美元，较上年增长 0.3%，增速较上年下降 5.5 个百分点。“一带一路”战略投资在我国对外投资中占比较大，并成为我国企业对外承包工程及实现营业产值的重要区域市场。2018 年我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 7,721 份，新签合同额 1,257.8 亿美元，占当年对外承包工程新签合同额的 52%；完成营业额 893.3 亿美元，占同期总额的 52%。对外承包工程新签合同额和对外承包工程业务完成营业额两个指标增速的下降，主要受“一带一路”沿线国家新签大项目推迟或暂缓实施、新项目开发放缓等因素影响。

2019 年前三季度，我国企业对外承包工程新签合同额为 1,646.7 亿美元，同比下降 5.1%，降幅较上年同期有所收窄；同期完成营业额 1,021.0 亿美元，同比下降 6.30%。2019 年以来，全球经济增长放缓、中美贸易摩擦以及部分区域局势紧张等不确定因素对我国海外工程业务发展带来较大压力，但伴随“一带一路”倡议深化推进，我国建筑施工企业海外业务未来增长仍有一定空间。同时需要关注到我国施工企业海外业务实施地多位于亚非拉经济落后地区，政治局势稳定性较差，部分工程已经出现或存在完全停工后续开工无限推迟风险，同时工程管理人员及施工人员安全等问题亦较难保障，或对我国施工企业海外工程筛选审查及中标后建设管理构成较大挑战。

4、政府和社会资本合作机制

2014 年以来国家陆续出台政策文件大力推广政府和社会资本合作，即 PPP 模式。随后 PPP 进入了爆发式增长阶段，继 2017 年底财政部出台文件规范、清理 PPP 项目后，我国 PPP 发展进入了由重速度和数量转为重质量的规范化发展阶段。2019 年前三季度，PPP 新增落地项目 1,348 个，投资额 2.0 万亿元，占同期全国固定资产投资完成额的 4.34%，目前 PPP 项目的投资建设已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一。

根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2019 年 9 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目共计 12,243 个，总投资额 17.4 万亿元，其中管理库³项目数 9,249 个项目，投资额 14.1 万亿元；储备库合计 2,994 个项目，投资额 3.3 万亿元。管理库落地项目（处于执行和移交阶段的项目，尚无移交阶段项目）共 6,039 个，总投资额达 9.2 万亿元，落地率⁴为 65.3%；已开工项目 3,559 个，开工率 58.9%。同期末，四批国家示范项目共计 976 个，投资额 2.1 万亿元；落地示范项目 910 个，投资额 2.0 万亿元，落地率为 93.2%，高出平均值 27.9 个百分点。

³ 自 2017 年 9 月起，全国 PPP 综合信息平台项目库项目分别划入储备库和管理库。储备库纳入统计的为识别阶段项目，是地方政府部门有意愿采用 PPP 模式的备选项目，但尚未完成物有所值评价和财政承受能力论证的审核。管理库纳入统计的是准备、采购、执行和移交阶段项目。

⁴ 项目落地率，指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交四个阶段项目数总和的比值。

截至 2019 年 9 月末，从管理库入库项目的行业分布来看，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发和教育五个行业的项目入库数和落地数均居前五位，入库项目数/落地项目数分别为 3,692 个/2,495 个、1,305 个/867 个、906 个/571 个、596 个/384 个和 440 个/276 个，合计占比分别为 75.0% 和 76.1%；交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设和环境保护、旅游五个行业的入库项目投资额和落地项目投资额居前五位，分别为 43,715 亿元/25,000 亿元、41,391 亿元/30,000 亿元、19,423 亿元/14,000 亿元、9,679 亿元/6,539 亿元和 4,498 亿元/2,125 亿元，合计占比分别为 84.3% 和 84.6%。

自 2018 年初至 2019 年 9 月底，财政部共对 3,586 个项目实施退库处理，分类处置 173 个示范项目，清退 48 个咨询机构和 19 名入库专家。截至 2019 年 10 月末，全国 2,602 个已经实施 PPP 项目地区当中，99.3% 的地区各年度财偿比例均保持在 10% 以下，仅 19 个地区超出财承管理红线⁵。尽管入库标准加强、不合规项目清理力度加强对 PPP 项目入库、落地及项目融资产生了一定影响，但长期来看 PPP 项目质量将得到提升，有利于项目参与各方。在国务院办公厅印发“指导意见”的背景下，PPP 项目落地推动的固定投资将得到保持。同时 PPP 项目的全面整顿，提升了 PPP 项目建设运营方回款的及时性和安全性，相关建设工程的承揽方经营风险得到控制。

B. 政策环境

近年来，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招标投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。为推进施工行业“放管服”改革工作，2018 年初国务院决定由住建部牵头负责工程建设项目审批制度改革工作。5 月，国务院印发国办发【2018】33 号文件，开展工程建设项目审批制度改革试点，以北京市、天津市、上海市等 16 个省市为试点⁶，统一审批流程、精简审批环节、完善审批体系、强化监督管理。改革的主要目标为：2018 年试点地区审批时间由目前平均 200 多个工作日压减至 120 个工作日，2019 年上半年全国实现这一目标，2020 年基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理体系。2019 年 3 月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，从总体要求、统一审批流程、统一信息数据平台、统一审批管理体系和统一监管方式等方面进一步推进工程建设项目审批制度改革。

自 2016 年起，政府部门陆续开展清理规范工程建设领域保证金，除依法依规设立的投标保证金、履约保证金、工程质量保证金、农民工工资保证金外，其他保证金一律取消，取消的保证金于 2016 年底退还相关企业；纠正地方政府以审计结果作为政府投资建设项目竣工结算依据，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力。2017 年，

5 数据来源：2019 年 10 月 29 日，财政部党组成员、副部长邹加怡在第五届中国 PPP 发展（融资）论坛上的致辞。

6 试点地区包括：北京市、天津市、上海市、重庆市、沈阳市、大连市、南京市、厦门市、武汉市、广州市、深圳市、成都市、贵阳市、渭南市、延安市和浙江省。

国务院办公厅印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，其中对规范工程价款结算进行明确规定，包括“建设单位不得将未完成审计作为延期工程结算、拖欠工程款的理由；未完成竣工结算的项目，有关部门不予办理产权登记；对长期拖欠工程款的单位不得批准新项目开工；严格执行工程预付款制度，及时按合同约定足额向承包单位支付预付款；通过工程款支付担保等经济、法律等手段约束建设单位履约行为，预防拖欠工程款”等。2019年6月，住建部联合财政部等六部委联合下发《关于加快推进房屋建筑和市政基础设施工程实行工程担保制度的指导意见》，提出推行工程保函替代保证金；着力推行履约担保，招标人要求中标人提供履约担保的，应当同时向中标人提供工程款支付担保；加强建筑市场监管，建设单位在办理施工许可时，应当有满足施工需要的资金安排，政府投资项目所需资金应当按照国家有关规定确保落实到位，不得由施工单位垫资建设，对于未履行工程款支付责任的建设单位，将其不良行为记入信用记录。随着工程建设领域保证金制度及执行的不断规范，工程款结算规章制度的不断完善，建筑施工企业的资金压力将得到一定程度的缓解。

2019年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，在坚持严控地方政府隐性债务等基本原则下，合理明确金融支持专项债券项目标准，精准聚焦重点领域和重点项目，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等。为加快重点项目建设，9月份召开的国务院常务会议提出今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，并要求按规定提前下达明年专项债部分新增额度。2020年部分新增地方政府专项债务限额提前下达，为明年初即可用于重点交通基础设施、能源项目、民生服务等，匹配项目资金需求具有积极作用。同年11月中旬，国务院召开常务会议，提出：（1）完善固定资产投资项目资本金制度，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点；（2）基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。上述一系列政策的推出，反映出国家强化逆周期调节，将有助于基建项目扩大投资规模，为基建行业龙头施工企业重点项目开工和重点项目推进带来积极影响。

C. 竞争格局/态势

我国建筑施工行业内企业数量众多，竞争激烈（技术含量较低的工程施工领域竞争更加激烈）、市场秩序较混乱等多种问题愈加突出。截至2018年末，建筑施工企业共计95,400家，从业人数5,563.30万人，较上年末分别增长8.34%和0.48%。但随着工程招投标管理日益规范和PPP模式的推广，资质较高、实力较强的国有及国有控股企业中标率增加，新签合同金额占比不断升高，竞争优势明显。2019年前三季度，我国国有及国有控股建筑施工企业累计完成产值5.82万亿元，占全行业总产值的35.84%，占比较上年同期末提高3.08个百

分点；新签合同总额 8.08 万亿元，占全行业新签合同总额的 43.20%，占比较上年同期末提高 3.21 个百分点。大型建筑企业项目获取能力较显著。

图表 2. 建筑施工行业概况

项目	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400	97,378
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	4,679.25

数据来源：国家统计局

在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建，中国建筑和中國交建等为代表的中央国有建设集团抓住快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转天数	存货周转天数	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中国交通建设股份有限公司	4,908.72	13.49	56.33	76.05	9,604.76	75.05	202.94	90.98
中交第一航务工程局	370.45	10.09	75.24	64.59	666.76	80.79	9.27	17.05
中交第二航务工程局	593.76	9.20	39.52	54.56	739.05	82.50	12.33	15.70
中交第三航务工程局	321.31	8.27	75.03	92.45	523.75	81.39	2.79	3.00
中国电力建设股份有限公司	4,045.32	13.37	59.75	160.40	8,500.78	78.65	105.40	105.04
中国水利水电第四工程局	183.78	10.78	95.57	81.39	249.19	73.71	4.64	8.46
中国水利水电第五工程局	152.54	8.72	64.71	55.20	175.08	75.53	3.85	2.01
中国水利水电第七工程局	207.37	13.05	93.01	89.53	364.64	76.96	6.45	14.48
中国水利水电第八工程局	223.81	8.77	58.79	86.87	352.35	77.46	3.91	4.50
中国水利水电第十一工程局	215.61	9.24	76.01	55.10	210.95	76.43	6.69	26.67
中国水利水电第十四工程局	224.31	10.77	72.87	61.49	414.81	74.79	6.31	9.65
中国电建市政建设集团有限公司	134.47	8.62	106.31	75.32	166.31	74.71	3.33	3.90

资料来源：Wind，新世纪评级整理

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。尽管 2016 年起，政府相关部门开展清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力，但目前施工企业垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。我国建筑施工业的负债水平高，自 2007 年以来负债率总体维持在 72%以上的水平。建筑施工企业的财务负担较重，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内

金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

成本管控压力。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。

业务模式风险。随着 PPP 模式在水利水电和市政工程等重点领域的推行，施工企业中标大量 PPP 项目。PPP 项目投资规模大、期限长，同时行业内 PPP 项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。

2. 业务运营

该公司以基建施工为主业，并涉及勘察设计咨询和建材贸易等业务领域，近三年营业收入规模波动不大。公司基建业务在手订单充足，可为后续发展提供保障。近年来公司投资业务逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式，相关投资压力及后续资金需求量增大。公司贸易业务、勘察设计咨询业务等主要围绕基建主业开展，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响有限。

近年来，该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益及营业外收支净额规模相对较小。尽管公司期间费用在行业内控制较好，但受成本端价格波动影响，公司盈利能力整体呈弱化趋势。

中国交建以“五商中交”为发展任务，即打造成全球知名的工程承包商、城市综合体开发运营商、特色房地产商、基础设施综合投资商、海洋重型装备与港口机械制造及系统集成总承包商。该公司是中国交建的核心子公司之一，营业规模在集团内排名靠前。目前公司定位为以港口工程施工为主，全土木多元化发展、国际化经营的国有大型骨干施工企业。近年来除在港口领域保持优势外，公司在公路及桥梁、其他工程等方面发展良好。

2016~2018 年，该公司分别实现营业收入 331.80 亿元、334.73 亿元和 321.31 亿元。从收入构成来看，近三年公司基建业务收入占营业收入在 80%以上，剩余部分主要来自与基建业务相关的勘察设计咨询、贸易及其他业务。2019 年前三季度，公司实现营业收入 266.14 亿元，较上年同期增长 17.84%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况⁷（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
营业收入合计	331.80	334.73	321.31	266.14	225.85

⁷ 2019 年三季报基建业务细分收入构成未提供。

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
其中：基建业务(核心业务)	288.20	297.80	276.48	222.06	194.27
在营业收入中所占比重	86.86%	88.97%	86.05%	83.44%	86.02%
其中：（1）港口工程	152.91	151.85	115.97	/	/
在核心业务收入中所占比重	53.06%	50.99%	41.95%	/	/
（2）铁路工程	38.73	34.15	38.15	/	/
在核心业务收入中所占比重	13.44%	11.47%	13.80%	/	/
（3）公路及桥梁工程	74.66	90.25	110.99	/	/
在核心业务收入中所占比重	25.91%	30.31%	40.14%	/	/
（4）其他基建工程 ⁸	21.90	21.54	11.38	/	/
在核心业务收入中所占比重	7.60%	7.23%	4.12%	/	/
其中：勘察设计咨询	1.17	1.44	1.55	0.99	1.28
在营业收入中所占比重	0.35%	0.43%	0.48%	0.37%	0.57%
其中：贸易业务	27.42	20.4	15.57	15.78	11.76
在营业收入中所占比重	8.26%	6.09%	4.85%	5.93%	5.21%
其中：其他业务⁹	14.35	10.87	23.51	27.30	18.54
在营业收入中所占比重	4.32%	3.25%	7.32%	10.26%	8.21%
毛利率	9.71%	7.01%	8.27%	7.31%	7.14%
其中：基建业务	9.61%	6.27%	7.71%	7.52%	6.77%
其中：（1）港口工程	9.08%	9.98%	10.04%	/	/
（2）铁路工程	10.69%	-16.93%	3.68%	/	/
（3）公路及桥梁工程	9.84%	7.37%	7.24%	/	/
（4）其他工程	10.59%	12.22%	2.12%	/	/
其中：勘探设计及咨询	28.15%	34.39%	28.18%	29.56%	45.51%
其中：贸易业务	7.41%	0.46%	8.13%	4.37%	4.53%
其中：其他业务	13.33%	25.56%	10.81%	6.48%	10.08%

资料来源：中交三航局

A. 基建业务

该公司基建施工业务包括传统施工业务及投资业务。其中，传统施工业务以港口施工为主，涵盖铁路、公路、桥梁、房建施工等；投资业务则为公司投资的 BT 项目和 PPP 项目。

2016~2018 年，该公司基建业务收入分别为 288.20 亿元、297.80 亿元和 276.47 亿元，收入呈现一定波动。其中，2017 年收入增长主要来自于公路及桥梁工程业务；2018 年收入下滑主要系港口工程结算收入大幅下滑所致。从细分业务来看，港口工程为公司主要业务收入来源，近三年港口工程收入占比维持在 40%以上；公路及桥梁收入占比不断提高，并成为公司第二大收入来源。其余基建类业务（包括投资业务）收入占比有所波动，主要系每年承接订单不同及收入确认速度亦不同所致。

2016~2018 年，该公司基建业务毛利率分别为 9.61%、6.27%和 7.71%，呈

⁸ 包括市政工程、机场建设工程、房屋建筑工程和疏浚吹填工程等。

⁹ 风力发电和物业管理等。

波动下滑趋势，主要系原材料、人工成本上升等因素影响。其中，2017 年铁路工程业务毛利率由正转负，主要系铁路项目承建时间较长，部分项目设计有所变更，且材料价格与预期差异较大。在后期结算时，业主对材料价差及设计变更暂未受理或正在走上报程序¹⁰。本着财务谨慎原则，公司将这部分成本先行进账，待内定后再做相应调整。

➤ 订单情况

近三年，该公司新签合同金额呈现逐年递增趋势。截至 2019 年 9 月末，公司在手未完工合同总额 889.69 亿元，为 2018 年基建业务收入的 2.77 倍，业务储备较充足，可为其后续业务开展提供有效保障。从新签合同结构来看，传统施工业务方面公司承接的工程以港口工程、公路工程和市政工程、机场建设工程、房屋建筑工程和疏浚吹填工程等其他基建工程为主，2018 年合计新签合同金额占新签总合同额的 68.04%。此外，公司投资项目业务新签合同额增长较快，2018 年新签合同 197.36 亿元，较上年增长 23.26%，2015 年以来新签投资合同全部为 PPP 项目。

在订单区位分布方面，近年来该公司继续紧跟国家“一带一路”战略和中国交建全球化布局，海外业务保持一定规模。但受东南亚各国家陆续进入换届选举期影响，2016 年以来公司新签订单呈下滑趋势。截至 2019 年 9 月末，公司在手海外业务合同额为 129.22 亿元，占同期末在手合同额的 14.52%。

图表 5. 公司近年承接工程情况（单位：亿元）

类型	新签合同金额			截至 2019 年 9 月末 公司在手合同额
	2016 年	2017 年	2018 年	
港口工程	88.02	91.57	96.65	129.22
铁路工程	57.56	67.9	2.18	41.66
公路工程	93.59	82.94	86.04	134.86
桥梁工程	0	27.32	2.11	17.51
投资项目	136.5	160.12	197.36	279.08
其他基建工程	96.04	166.93	246.62	287.36
合计	471.71	596.78	630.96	889.69
其中：海外业务	100.38	90.2	81.18	129.22

资料来源：中交三航局

a. 传统施工业务

➤ 施工资质及技术研发

该公司基建施工资质较齐全，资质等级较高。截至 2019 年 9 月末，公司具有港口与航道工程施工总承包特级、公路工程及市政公用工程施工总承包壹级和地基与基础工程、隧道工程、桥梁工程及公路路基工程专业承包壹级等资质，建筑实力强。自成立以来，公司不断承接大型施工项目，在高难度、高水平的工程施工方面经验丰富。

¹⁰ 截至 2018 年末，公司与铁路项目业主正就价差补偿进行协商，业主原则上同意补偿差价，但要在质保期过后再补，铁路项目质保期一般为十年。

该公司在施工技术、工艺和设备改造等方面积累了丰富的经验，形成了一支结构较合理的施工、勘察、设计、研究技术队伍，增强了公司在建筑施工领域的竞争力。截至 2019 年 3 月末，公司在岗职工 9,393 人，其中经营管理和专业技术人员分别有 4,247 人和 1,295 人。同期末，公司累计荣获 13 项鲁班奖、9 项詹天佑奖、5 项国家优质工程金质奖、20 项国家优质工程银质奖和 13 项省部级科技进步奖。此外，公司拥有专利 297 项，其中发明专利 140 项，实用新型专利 157 项；主编或参编国家行业规范 46 项；国家级工法 5 项，省部级工法 35 项。

► 业务布局

目前该公司传统施工业务多集中在国内，订单的获取途径主要分为自主招投标或中国交建内部分包。少量分布在海外的业务订单主要依托中国交建下属中国港湾工程有限责任公司（简称“中国港湾”）、中国路桥工程有限责任公司（简称“中国路桥”）等海外业务平台¹¹获取。

近年来，该公司国内业务覆盖范围已由传统的华东地区（涵盖江苏、上海、浙江及福建四个省份）拓展至山东、广东、河北及湖北等地区。截至 2018 年末，公司在国内设立了 12 个分公司、34 个子公司来承接国内项目。

该公司客户主要集中在港务局、国有电力企业、大型能源企业和路桥投资公司等，多为国有企业，对财政均有一定的依赖性，国家货币政策及地方财力在交通基础设施领域的投入变化会对公司主业资金回笼状况产生较明显影响。截至 2019 年 9 月末，公司国内项目前十大在建工程预计合同收入总额 208.16 亿元，累计已投入资金 104.90 亿元，确认收入 114.80 亿元。

图表 6. 截至 2019 年 9 月末公司前十大国内在建工程明细（单位：亿元、%）

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入成本	已确认收入
大连临空产业园填海造地工程一标段 ¹²	大连空港建设发展有限公司	港口	2012/2/1	2019/3/31	52.19	37.44	17.38	19.54
新建北京至沈阳铁路客运专线北京段站前工程 11 标项目	京沈铁路客运专线京冀有限公司	铁路	2015/10/20	2020/6/30	91.12	25.06	21.65	22.83
苏锡常南部高速公路常州至无锡段太湖隧道工程 CX-WX2 标段	江苏省交通工程建设局	路桥	2018/1/1	2020/12/31	40.50	24.41	9.34	9.89
广州市轨道交通十二号线槎头车辆段及同步实施工程	中国交建广州市轨道交通十二号线总承包项目经理部	铁路	2018/12/1	2023/7/1	1.10	19.68	0.21	0.22
栾川至卢氏 ILTJ-6 项目	河南省栾卢高速公路建设有限公司	路桥	2019/3/1	2022/9/1	4.61	19.10	0.79	0.88
杨梅洲大桥及南北引线工程、西二环(I 标段)道路工程 ¹³	湘潭城发中交路桥项目管理有限公	路桥	2016/4/1	2019/9/30	35.83	17.93	5.48	6.43

¹¹ 海外业务平台获取项目后，公司通过内部竞争获得项目的分包任务或公司以两家海外平台名义参与投票，海外业务平台承担项目管理职能。

¹² 该项目由于业主手续尚不完善，目前处于半停工状态。

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入成本	已确认收入
蒙西至华中地区煤运通道土建工程 MHTJ-25 标段	蒙西华中铁路股份有限公司	铁路	2015/8/1	2020/3/1	99.73	16.83	15.66	16.79
盐城市快速路三期青年路东延工程	中交盐城建设发展有限公司	路桥	2018/1/1	2019/12/31	87.90	16.46	13.01	14.47
新建川南城际铁路内江至自贡至泸州线站前工程 CN-1 标	川南城际铁路有限责任公司	铁路	2016/12/1	2020/5/31	84.46	16.19	13.41	13.67
乌鲁木齐克南高架东延道路二期工程 ¹⁴	乌鲁木齐中交道路交通有限公司	路桥	2017/5/1	2019/12/31	66.99	15.06	7.96	10.09
合计					-	208.16	104.90	114.80

资料来源：中交三航局

该公司海外业务主要分布于东南亚、非洲及拉美地区等欠发达地区，在政治、经济方面或存在一定的不稳定因素。若当地的政治经济局势发生不利变化，可能会给公司的海外业务经营带来一定的经营风险。此外，国际工程业务主要以美元结算，国际汇率的变化使得公司海外项目面临一定的汇兑损失风险。公司海外基建业务收入结构与国内基建业务收入结构类似，以港口工程和公路工程为主，2016~2018 年，公司海外业务收入分别为 33.22 亿元、59.92 亿元和 42.70 亿元，2018 年海外收入明显下滑，主要系马来西亚项目停工所致，目前马来西亚项目已陆续复工。

截至 2019 年 9 月末，该公司在建重要海外项目预计合同收入总额 53.55 亿元，累计已投资 21.25 亿元，已确认收入 22.48 亿元。

图表 7. 截至 2019 年 9 月末公司重要海外在建工程¹⁵明细（单位：亿元、%）

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入	已确认收入
马来西亚吉隆坡 SUKE 快速路高架项目 CA3 标段	中交建设（马来西亚）有限公司	路桥	2017/11/1	2020/4/1	24.56	14.97	3.68	3.68
柬埔寨金边西港公路项目	金边西港公路投资公司	路桥	2018/7/1	2021/12/31	13.99	11.37	1.39	1.54
墨西哥维拉克鲁斯和黄后方堆场及土建工程项目	中国港湾工程有限责任公司（牙买加办事处）	港口	2018/4/18	2020/2/18	61.86	9.64	5.71	5.8
妈阁交通枢纽建造工程	振华海湾工程有限公司	路桥	2015/1/14	2019/11/12	79.39	9.55	6.56	7.31
马来西亚吉隆坡 DASH CB4 高速路项目	中国港湾工程有限责任公司（马来西亚办事处）	路桥	2016/11/1	2020/8/31	53.35	8.02	3.91	4.15
合同			-	-	-	53.55	21.25	22.48

资料来源：中交三航局

¹³ 由于湘潭地区债务负担较重，该项目融资落实存在困难，目前建设进度有所放缓。

¹⁴ 该项目进度正常，存在计量延迟。

¹⁵ 剔除涉密项目。

► 业务管理

该公司在工程承包业务各环节采取多项措施以提高效益，防范风险。在投标环节，公司由市场开发部及海外市场部分别负责国内市场和海外市场，公司不断完善并强化投标方案定价审查，剔除条件不佳的项目；在项目实施阶段，相关市场部门对项目成本变动进行监控，以保证项目的盈利水平；在项目施工方面，公司采用项目部制，构建了公司本部、分公司和项目部的三级管理体系，项目部负责项目管理和具体施工，公司本部工程部则承担统筹协调资源及项目进度质量检查工作。公司所承接的项目以自行施工为主，但随着业务规模的扩大，公司也将部分业务进行分包。

在工程材料方面，由于该公司项目区域较为分散，无法实现统一采购，公司通过中国交建搭建的招标平台就近采购，以月结的方式结算材料款。公司主要原材料为钢材、水泥和沙石等建筑材料以及工程船用油，原材料成本一般约占营业成本的 60%，人工（包括劳务分包）约占营业成本的 30%。由于工程总造价均包含所需施工材料的价格，为规避材料价格波动风险，公司一般会在合同中与业主确定材料价格变动补偿机制，即当材料价格涨幅过大时，业主应给予公司一定的补偿。

在工程结算方面，该公司国内项目一般实行“开工前预付一定的预付款，施工期间按工程进度进行拨款，竣工后一次结算的方式”，剩余 3% 工程质保金在质保期结束后收回。公司海外项目的付款方为中国交建或中国交建下属海外业务平台，中国交建或中国交建下属海外业务平台所承接海外项目的付款方为海外业主，多通过中国进出口银行或国家开发银行支付。总体上，公司工程款回收期较长，且业主单位较长付款流程，拆迁、自然条件变化等因素导致工程项目暂停及进度拖延也会在一定程度上进一步延长公司的回款周期。

b. 投资业务

► BT 项目

2015 年之前，该公司投资业务主要为路桥工程类 BT 项目。公司主要通过项目所在地设立项目子公司，由子公司自行融资，并进行 BT 项目的推进。公司 BT 项目建设期一般为 2~3 年，竣工验收后进入 3~5 年的回购期，项目回购收入包含回购基数和投资回报，按合同约定方式以现金回款。截至 2019 年 9 月末，公司累计投资建设了 14 个 BT 项目，总投资额为 99.83 亿元，已投资 89.28 亿元，项目累计回款 85.69 亿元。其中，已完成回购 BT 项目 8 个，回购期项目 5 个，待回购项目 1 个。总体看，公司 BT 投资业务大部分项目进入回购期，现有在建 BT 项目后续投资需求较小。

图表 8. 截至 2019 年 9 月末公司处于回购期或待回购期的 BT 项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	运作主体	持股比例	总投资	已投资	建设期	回购期	累计回购金额	完工进度	项目情况
襄阳市小清河城区段防洪治理及景观工程	湖北襄阳中交三航投资建设有限公司	100%	1.63	1.41	2	3	1.57	100.00%	回购期
漳浦县府前唐街及迎宾大道改造工程	中交三航局（漳浦）投资建设有限公司	100%	9.31	9.26	2	3	3.57	100.00%	回购期
丹阳齐梁路、丹桂路、货场路项目	丹阳三航交通投资建设有限公司	100%	12.11	12.11	2	3	11.85	100.00%	回购期
湘潭绕城线一期工程项目	湖南长株潭中交投资建设有限公司	100%	10.52	9.29	2	3	-	88.31%	尚待回购
六安前进路、望江路投融资建设项目	安徽中交三航投资建设有限公司	100%	3.00	1.69	2	3	1.51	100.00%	回购期
270 省道邳州北段工程项目部	徐州中交三航投资建设有限公司	100%	7.71	5.80	2	3	5.78	100.00%	回购期
合计			44.28	39.56	-	-	24.28	-	-

资料来源：中交三航局

➤ PPP 项目

2015 年以来，该公司逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式。公司 PPP 项目模式为：公司与其他合作方成立联合体，联合体再与地方政府或其部门合作成立 PPP 项目公司；联合体及地方政府或其部门为项目公司的股东，需要按一定比例缴纳资本金；项目公司负责 PPP 项目的投资、融资和建设运营。PPP 项目工程由公司及其它联合体成员承接，公司既获得工程项目又可按照出资比例获得 PPP 项目后续运营分红。

截至 2019 年 3 月末，该公司在执行过程中的并表范围内 PPP 项目共 11 个，项目合同总额 259.69 亿元，其中公司需要承担的资本金为 36.00 亿元，已投入资本金 22.43 亿元。上述 11 个项目中，除龙海市南太武滨海新城基础设施一期工程（启动区）PPP 项目和湖南株洲市清水塘老工业区产业新城整体开发 PPP 项目回报模式为可行性缺口补助外，其余全部为政府付费模式。此外，公司进入执行期的非并表项目共 4 个，项目合同金额 216.93 亿元，其中注册资金 33.31 亿元，需要公司承担的资本金 10.63 亿元，截至 2019 年 3 月末公司已投入资本金 8.96 亿元。

该公司 PPP 项目的工程结算模式一般工程建设期间收回已完成工程量的 80%-85%，最终结算收取 10%-15%，结算后 1 年或 2 年后收 5%。与纯工程施工承包相比，PPP 投资项目可为公司带来投资收益，但也加大了公司投资及资金回收风险，主要体现为公司资本金被长期占用，以及项目未来的回报率存在不确定性和未来业主支付能力下降的风险。

为降低 PPP 项目的投融资方面的风险，该公司在 PPP 项目框架协议签订前，同银行、基金公司等金融机构针对项目融资进行洽谈。截至 2019 年 3 月末，

公司已中标并进入执行期的并表 PPP 项目中获得融资的项目共 8 个, 已落地资金 20.40 亿元, 贷款利率根据地区和项目情况不同而不同。为防范业务履约风险, 公司在业主选择上参照各级地方政府经济规模进行划分, 并通过对地方经济、工程类别及回报机制综合考量后针对具体项目要求不同的投资回报。

图表 9. 截至 2019 年 3 月末公司中标 PPP 项目情况 (单位: 亿元、年)

项目名称	采购方	合同额	项目公司持股比例	开工日期	建设期	运营期	回报机制	是否获得融资	已落地资金	已投入资本金
句容西部干线项目	句容市交通投资发展有限责任公司	9.50	50%	2015.6.1	2	3	政府付费	是	5.00	2.55
金坛市城乡基础设施综合项目	常州金沙城市开发有限公司	27.42	67%	2015.10.1	2	5	政府付费	是	6.00	1.67
龙海市南太武高新技术产业园区基础	龙海市南太武高新技术产业园区管理委员会	9.62	70%	2017.8.1	2	8	政府付费	否	-	1.89
长春片区棚户区改造开发建设 PPP 项目	安康市住房和城乡建设局	15.30	70%	2017.2.15	3	10	政府付费	是	1.48	2.76
104 国道温州西过境永嘉张堡至瓯海桐岭段改建工程 (鹿城段) PPP 项目	温州市鹿城区交通运输局	15.30	100%	2017.10.1	3	10	政府付费	是	2.20	2.50
湘潭县交通基础设施建设 PPP 项目	湘潭县交通运输局	20.87	75%	2017.9.28	3	13	政府付费	是	1.30	0.75
宿迁市宿豫区交通服务综合体 PPP 项目	宿豫区交通运输局	14.40	80%	2017.8.8	3	15	政府付费	是	1.40	1.13
漳州芗城区纵四线、联十四线过境段公路 PPP 项目	漳州市芗城区交通运输局	12.78	98%	2018.3.30	2.5	10	政府付费	是	1.00	3.54
龙海市南太武滨海新城基础设施一期工程 (启动区) PPP 项目	福建龙海经济开发区管委会	23.26	90%	2018.12.1	2	15	使用者付费+可行性缺口补助	否	-	3.17
湖南株洲市清水塘老工业区产业新城整体开发 PPP 项目	株洲市住房和城乡建设局	80.80	70%	2019.06.01	5	15	使用者付费+可行性缺口补助	否	-	2.10
乌鲁木齐市克拉玛依路-南湖东西路高架、东延道路工程 (二期) 项目	乌鲁木齐市建设委员会	30.44	70%	2018.6.1	2	10	政府付费	是	2.02	0.37
合计		259.69	-	-	-	-	-	-	20.40	22.43

资料来源: 中交三航局

图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司非并表 PPP 项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	采购方	合同额	持股比例	开工日期	建设期	运营期	已投入资本金	入库情况
南安市海峡科技生态城 A 片区	泉州市南翼港区发展有限公司	34.13	25%	2017.6	3	8	0.61	已入库
乌背山科技产业园综合环境整治及园区运营 PPP 项目	江苏容宁科技发展有限公司	50	30%	未开工	4	10	0.30	已入库
常州天宁经济开发区融合发展区域综合开发一期 PPP 项目	江苏舜宁投资建设有限公司	75	32%	2017.4	5	13	5.90	已入库
江苏省盐城市快速路网三期工程 PPP 项目	盐城市快速路网建设有限公司	57.8	20%	2018.12	2	13	2.15	已入库
合计		216.93	-	-	-	-	8.96	-

资料来源：中交三航局

B. 贸易业务

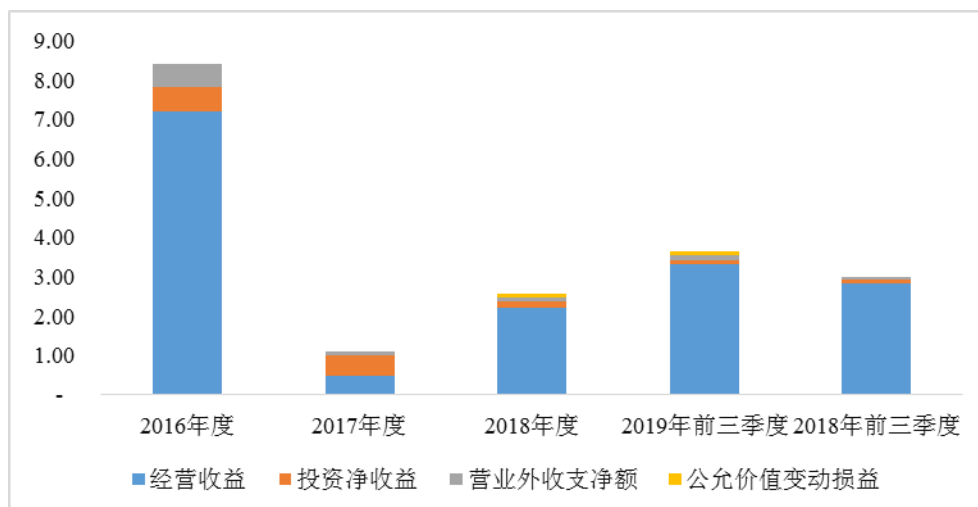
该公司还开展建筑施工原材料贸易业务，贸易业务由主要其全资子公司中交三航局工程物资有限公司（简称“物资公司”）负责。2016 年 12 月，物资公司下设全资子公司上海三航工贸有限公司（简称“工贸公司”）。工贸公司主要负责对中国交建内部原材料贸易业务，物资公司本部负责对外原材料贸易业务，贸易品种包括钢材、沥青和水泥等。

该公司贸易业务中约 70%用于中国交建内部项目所需工程原材料需求，物资公司一般给予集团内部企业 12 个月账期，并以现金或银票形式进行款项结算。公司贸易类业务供应商主要为物料生产商或其他贸易经销商，基本为中国交建指定合作供应商，一般给予公司 12 个月账期，并以现金或银票结算。

受宏观环境的影响，该公司贸易业务收入呈下降趋势，2016~2018 年分别为 27.42 亿元、20.40 亿元和 15.57 亿元，下降主要系公司从业务风险考虑，主动降低贸易规模所致。贸易业务毛利率较低，同期物资公司贸易业务毛利率分别为 7.44%、0.44%和 8.13%。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益及营业外收支净额规模相对较小。2016~2018 年及 2019 年前三季度营业毛利分别为 32.22 亿元、23.47 亿元、26.58 亿元和 19.46 亿元，同期公司综合毛利率分别为 9.71%、7.01%、8.27% 和 7.31%。从细分行业看，基建业务中除港口工程毛利率有所增长外，受建筑行业竞争加剧影响，其余工程毛利率出现不同程度的下滑。公司勘探设计及咨询、贸易业务等毛利占比小，对公司盈利影响有限。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	331.8	334.73	321.31	266.14	225.85
毛利（亿元）	32.22	23.47	26.58	19.46	16.14
期间费用率（%）	6.56	6.62	6.64	5.54	5.27
其中：财务费用率（%）	0.99	0.81	1.01	0.90	0.97
全年利息支出总额（亿元）	7.93	4.93	-	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	3.3	-	-	-	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

从费用支出情况来看，2016~2018 年和 2019 年前三季度该公司期间费用¹⁶ 分别为 21.77 亿元、22.16 亿元、21.32 亿元和 14.76 亿元，期间费用率分别为 6.56%、6.62%、6.64%和 5.54%。公司期间费用主要为管理费用，占期间费用比重分别为 84.80%、87.74%、84.66%和 83.65%。公司管理费用主要由管理人员职工薪酬、差旅交通费和固定资产使用费构成。公司销售费用和财务费用占比较小，销售费用主要由职工薪酬、差旅交通费等组成；2018 年公司财务费用主要为利息支出、折现息或贴现息和金融机构手续费，净利息支出为 1.29 亿元。相比建筑行业内企业，公司期间费用控制较好。

¹⁶ 为保持数据口径一致，在计算期间费用时，将研发费用纳入管理费用核算。

该公司投资收益和营业收入规模较小，对经营业绩影响较小。2016~2018 年和 2019 年前三季度，公司投资净收益分别为 0.62 亿元、0.52 亿元、0.15 亿元和 0.10 亿元。公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的收益，其中 2018 年投资收益显著下降主要系处置长期股权投资产生亏损所致。2016~2018 年和 2019 年前三季度，公司营业外收入¹⁷分别为 0.77 亿元、0.24 亿元、0.40 亿元和 0.30 亿元，主要由政府补助、经批准无法支付的应付款项等构成，其中 2016 年金额较大主要系当期经批准无法支付的应付款项较大所致。此外，2018 年公司产生信用减值损失 2.30 亿元，系公司根据中国交建下发的预期信用损失模型计算所得，其中应收账款坏账损失准备 2.38 亿元。

从整体盈利情况来看，2016~2018 年和 2019 年前三季度该公司实现营业利润分别为 7.83 亿元、0.99 亿元、2.71 亿元和 3.68 亿元，净利润分别为 6.76 亿元、0.89 亿元、2.79 亿元和 3.25 亿元。受基建主业原材料及人工成本上升等因素的影响，近年来公司盈利水平整体呈下滑趋势，2016~2018 年公司总资产报酬率分别为 3.17%、1.29%和 1.65%，净资产收益率分别为 7.89%、1.01%和 2.98%。

图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年前三季度
投资净收益（万元）	6,204.8	5,199.24	1,504.13	981.97
营业外收入（含其他收益，万元）	7,734.97	2,651.49	3,176.07	3,091.04
其中：政府补助利得	934.86	278.93	1,214.04	-
经批准无法支付的应付款项	3,455.13	1,055.83	530.77	-
其他	1,712.08	990.8	235.33	-
其他收益（政府扶持款）	--	37.25	80.38	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司拟在实现传统港航、路桥市政板块稳定增长的同时，对铁路轨交板块的经营模式适当调整，控制业务规模。此外，公司将积极拓展投资业务及海外施工业务。

2020 年，该公司拟实现营业收入 390.00 亿元、利润总额 7.50 亿元。拟新签合同金额 750 亿元，其中国内一般业务为 255 亿元、海上风电业务 100.00 亿元、海外业务 120 亿元、投资业务 210 亿元、铁路轨交业务 65 亿元。

¹⁷为保持数据口径一致，2018 年及 2019 年前三季度仍将其他收益计入营业外收入。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是中国交建下属全资子公司，股权结构清晰。中国交建综合实力强，能在获取业务等方面给予公司较大支持。中国交建掌握公司高管人员的任免，在项目评估及体系杠杆水平控制等方面对公司严格管控。公司已建立较为完善的治理结构，且设置了符合自身业务特点的组织架构，并建立了相应的管理制度，业务开展总体顺利。

(1) 产权关系

该公司股权结构清晰，系中国交建全资子公司，中国交建的控股股东为国务院国资委下属的中国交通建设集团有限公司（简称“中交集团”），截至 2019 年 9 月末，中交集团持有中国交建 45.84% 股份。公司产权状况详见附录一。

中国交建成立于 2006 年 10 月 8 日，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：1800.HK），是国内首家在海外资本市场整体上市的大型国有基建企业。2012 年 3 月 9 日，中国交建在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：601800）。中国交建是全球领先的特大型基础设施综合服务商，主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造、房地产及城市综合开发等。截至 2019 年 9 月末，中国交建资产总额达 10,686.39 亿元，所有者权益为 2,675.78 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 2,133.10 亿元）；2018 年实现营业收入 4,908.72 亿元，净利润 202.94 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 196.81 亿元）；同年，中国交建经营活动产生的现金流净流入 90.98 亿元。中国交建市场地位高、综合实力强，可在业务承接等方面给予该公司有力支持。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司在中国交建内部承接分包任务及担任总承包业务较多，关联交易多由业务往来产生，定价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 93.45 亿元，占营业收入的 29.08%，向关联方销售商品发生金额 0.79 亿元，占营业收入的 0.25%；作为总包方接受关联方劳务发生金额 2.25 亿元，向关联方采购原材料发生金额 5.34 亿元，合计占营业成本的 2.58%。其他关联交易主要系中国交建下属财务公司向公司提供借款产生的利息及应付融资租赁款等。此外，公司与关联方资金往来金额较大，2018 年末公司应收关联方 59.03 亿元，应付关联方 43.13 亿元，集团内部款项拆借风险相对可控。

图表 14. 2018 年末公司关联方应收应付款项 （单位：亿元）

项目		金额	占科目比重
应收关联方	应收账款	10.38	17.58%
	应收票据	0.11	0.19%
	预付款项	0.43	0.73%
	其他应收款	36.11	61.17%
	合同资产	0.99	1.68%
	长期应收款	11.01	18.65%
	合计	59.03	100.00%
应付关联方	应付账款	4.94	11.45%
	合同负债	8.45	19.59%
	其他应付款	25.27	0.00%
	长期应付款	4.48	58.58%
	合计	43.14	10.38%

资料来源：中交三航局 2018 年审计报告

（3）公司治理

该公司是国有独资公司，不设股东会，由中国交建行使出资人职权。公司设有董事会和监事会，董事会是公司的决策机构，由 5 名成员组成，公司董事会成员由中国交建指派。董事会下设各专业委员会，负责就各专业领域重大事宜向董事会提出建议，并向董事会负责。公司监事会由 3 名成员组成，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。

该公司高级管理人员中，总经理、副总经理、总会计师、总法律顾问人选由中国交建推荐并由公司董事会任命。公司高级管理人员普遍在大型国有企业工作多年且部分高管具有建筑施工行业多年从业经验，具有较强的决策能力和较丰富的企业经营管理经验。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司本部设职能部门，下设子公司负责具体的业务运作。公司设有财务资金部、审计部、综合办公室、工会办公室、市场开发部、工程管理部、技术中心和资产管理部等多个职能部门，公司组织架构详见附录二。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司运营时间较长，已经建立起一套较完善的经营管理及风险控制制度，内容涉及生产经营及管理的各主要方面。

在建筑施工管理方面，该公司采用项目部制，构建了公司本部、子公司和项目部的三级管理体系，项目部负责项目具体施工，子公司负责项目监管，公司工程部则承担统筹协调资源及重点项目进度质量检查工作。公司制定了

《工程项目施工进度考核暂行办法》及《项目管理标准化手册》，公司工程部每月汇总重点项目进度及质量情况，并进行现场抽查。在施工安全方面，公司制定了《安全生产检查制度》，安全保障部定期进行现场巡视。

在成本管理方面，该公司实行全面预算管理，并建立了预算执行控制制度。项目开始前，项目部以工程中标价为基础，进行成本分解，编制标后预算，交公司工程部核定。以公司工程部核定的目标成本为依据，进行成本控制。公司对工程项目实行责任成本制度，审计部至少每半年对项目部的成本费用管理情况进行一次检查分析。工程完工后，由公司财务部、工程部对项目进行全面审计，核实成本，然后项目财务方可办理竣工决算。

在子公司管理方面，该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）。公司对子公司管理体制、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。

对海外业务管理上，该公司分别就财务资金及业务风险控制等方面做出了具体的规定。在财务资金管理上规定海外单位财务部门负责人由公司委派，海外项目必须编制项目资金使用计划，计划由项目实施单位会同公司海外市场部上报公司财务部；项目实施单位外汇资金不足，由公司统一调剂，未经批准，不得向金融机构借贷。在业务风险控制上，公司制定了《境外突发事件综合应急预案》，成立公司境外突发事件应急领导小组，由公司总经理，分管外事工作的副总经理和其他相关人员组成。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司制定了《资金管理办法》，实行“集中账户、调控资金”的管理模式，公司在财务部设立资金管理中心，公司下属各分、子公司在财务部门设立相应岗位。由公司财务部根据资金情况统一安排公司各项资金预算及筹措，资金调拨按照公司各项规章制度进行严格管控。各类投资款项按照董事会的决议进行资金调度安排。

在投资管理方面，该公司制定了《投资管理办法》，公司所有股权投资和项目投资必须由下属分、子公司将可行性报告上报，公司资产管理部进行初步审核评估后，由董事会审议，并上报中国交建审批，投资项目经中国交建审批通过后才能实施。

(4) 不良行为记录

根据该公司所提供的 2020 年 1 月 17 日《企业信用报告》，公司已结清信贷中有 2 笔欠息记录，但目前存续债务中无不良记录。诉讼方面，截至 2019 年 9 月末，公司作为被告涉及重大诉讼一起，涉诉金额 0.45 亿元，系工程纠纷诉讼，目前案件处于二审阶段。

图表 15. 公司不良行为记录列表（截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/1/17	已结清贷款中有 2 笔欠息 ¹⁸
各类债券还本付息	Wind 资讯	2020/1/20	无
重大诉讼	2018 年年报及公司提供	2019/12/2	1 起
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/1/20	无
重大质量	公司提供及公开材料	2019/12/2	无
重大安全	中华人民共和国应急管理部	2020/1/20	无

资料来源：根据中交三航局所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

随着主业规模的扩大，该公司垫资规模持续增长，债务规模逐年攀升，财务杠杆水平较高。公司资产中应收账款和存货占比很大，资产流动性一般。但通过将大部分资金压力转移给上游施工方，公司实际偿债压力可控。同时，公司年度经营活动净现金流持续为正，且拥有一定规模的货币资金，可为即期债务的偿还提供一定保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2017 年财务报表进行了审计、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，并分别出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

根据财政部于 2016 年 12 月 3 日发布的《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号），适用于 2016 年 5 月 1 日起发生的交易，该公司将利润表及母公司利润表中的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目；公司将自 2016 年 5 月 1 日起经营活动发生的房产税、土地使用税、印花税和河道管理费等从“管理费用”项目重新分类至“税金及附加”，2016 年 5 月 1 日前发生的税费不予调整。

根据财政部于 2017 年 5 月 10 日发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号），适用于 2017 年 1 月 1 日起发生的交易，该公司将与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”项目核算。根据财政部于 2017 年 4 月 28 日发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》（财会[2017]13 号），适用于 2017 年 5 月 28 日起发生的交

¹⁸ 该公司未结清信贷均为正常类，已结清信贷历史记录中存在两笔欠息，最近一次结清为 2013 年 4 月。

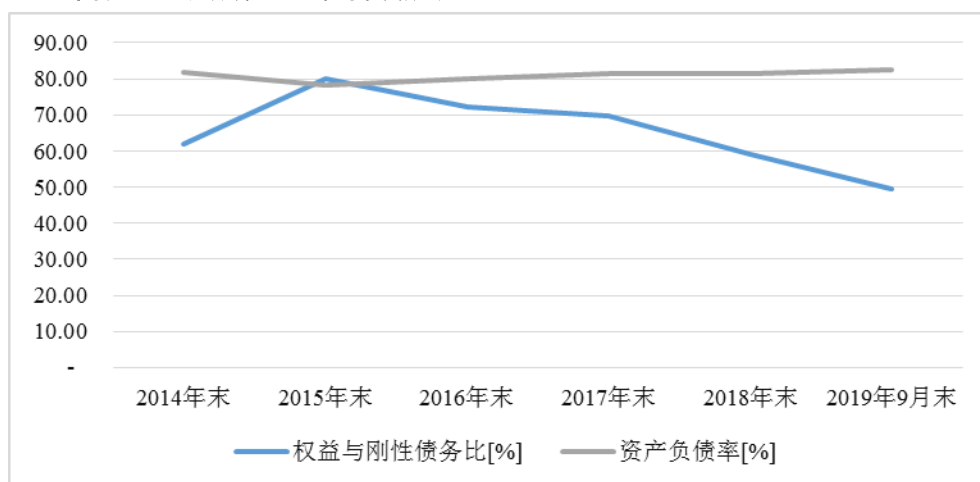
易，公司区分终止经营损益、持续经营损益列报；公司新增持有待售资产、持有待售负债；公司调整持有待售资产减值。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围内的二级子公司共 42 家，较上年增加 2 家。其中投资设立子公司 4 家，因注销不再纳入合并范围内子公司 2 家，分别为中交上海筑港有限公司¹⁹和厦门三航华昌物业有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

该公司所处工程建设行业结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增加，负债规模也逐年扩大。2016~2018 年末，公司负债总额分别为 356.15 亿元、395.56 亿元和 426.27 亿元。资产负债率维持在较高水平，同期末分别为 80.12%、81.58%和 81.39%²⁰。

随着自身经营积累，该公司资本实力逐年增强，2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 88.39 亿元、89.32 亿元和 97.49 亿元。但权益资本对刚性债务覆盖程度依然较低，同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 72.23%、69.72%和 59.06%，随刚性债务积累呈下滑趋势。

2019 年 9 月末，该公司资产负债率较上年末略有上升至 83.27%，权益资本与刚性债务的比率进一步降至 49.59%。

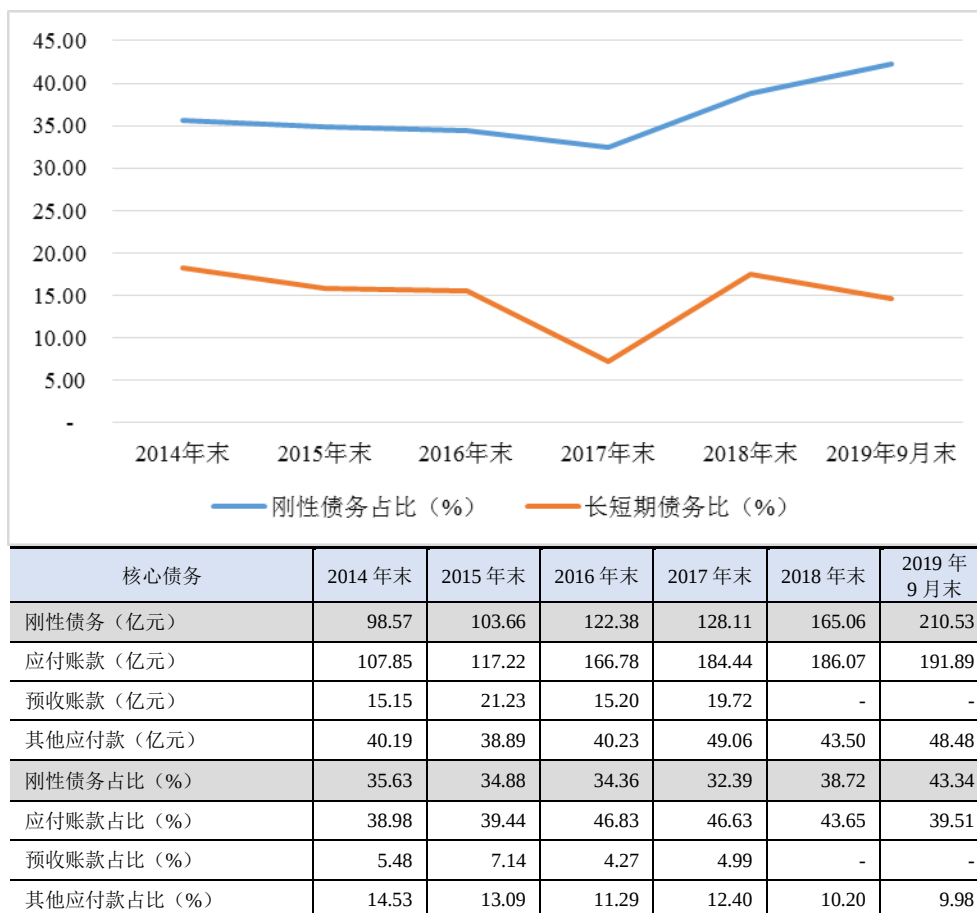
截至 2018 年末，该公司所有者权益中未分配利润为 23.85 亿元，占公司权益资本总额的 24.46%。公司未分配利润规模较大、占比较高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

¹⁹ 非二级子公司。

²⁰ 未将计入所有者权益的 10.00 亿元永续债券算作负债，如计入负债，调整后的 2018 年末及 2019 年 9 月末资产负债率分别应为 83.30%和 84.36%。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，2016~2018 年末公司长短期债务比分别为 15.53%、7.22%和 17.47%，2018 年末流动负债和非流动负债余额分别为 362.87 亿元和 63.39 亿元。公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款组成。截至 2018 年末，公司刚性债务余额为 165.06 亿元，较上年末增长 28.84%。应付账款余额为 186.07 亿元，较上年末增长 0.88%，主要为应付工程材料款及分包项目工程款，在负债中占比 43.65%。预收款项主要为已收到但尚未办理结算的款项，2018 年末余额为 0.00 亿元，主要系新会计准则下，预收账款重分类至合同负债所致；其他应付款余额为 43.50 亿元，较上年末下降 11.33%，主要为应付内部往来款、各类保证金及应付各种经费等。

2019 年 9 月末，该公司负债总额较上年末增长 13.95%至 485.72 亿元，其中刚性债务 210.53 亿元，较上年末增长 27.55%，在负债中占比 43.34%。应付账款较上年末略有增长 3.03%至 191.89 亿元，在负债中占比较上年末下降 4.14 个百分点至 39.51%，占比低于刚性债务占比。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期刚性债务合计	59.51	66.73	77.99	104.75	105.47	154.16
其中：短期借款	44.96	49.20	60.67	79.69	80.30	131.89
一年内到期的长期借款	6.10	4.55	1.38	9.46	8.70	1.13
应付票据	6.53	11.32	5.89	5.85	8.98	15.27
其他短期刚性债务	1.92	1.67	10.05	9.75	7.49	5.87
中长期刚性债务合计	39.06	36.92	44.39	23.36	59.58	56.36
其中：长期借款	21.32	19.81	22.82	18.65	35.02	33.29
应付债券	16.00	16.00	8.00	-	20.00	20.25
其他中长期刚性债务	1.74	1.11	13.57	4.71	4.56	2.82
刚性债务合计	98.57	103.66	122.38	128.11	165.06	210.53

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

该公司刚性债务以短期为主，2018 年末为 105.47 亿元，较上年末略有增长，占刚性债务的 63.90%，占比较上年末下降 17.87 个百分点。公司短期刚性负债主要由短期银行借款、一年内到期的长期借款、应付票据和其他短期刚性债务构成。2018 年末，短期借款 80.30 亿元，其中 66.56 亿元为信用借款，剩余全部为保证借款；一年内到期的长期借款 8.70 亿元，较上年末下降 8.03%，主要系长期借款转至一年期增加所致。同期末应付票据 5.85 亿元，主要为应付银行承兑汇票（5.80 亿元），金额与上年持平。公司其他短期刚性债务主要由一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款构成，2018 年末余额为 7.49 亿元，含一年内到期的应付债券 5.00 亿元。公司中长期债券主要为长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务构成。2018 年末，公司长期借款 35.02 亿元，绝大部分为信用借款；应付债券 20.00 亿元，为 2018 年发行的“18 中交三航 MTN001”，票面利率 4.97%；公司其他中长期刚性债务主要为公司与中交建融资租赁有限公司等以售后回租的形式进行融资租赁形成的融资租赁款借款，计入长期应付款。

2019 年 9 月末，该公司刚性债务仍以短期为主，短期刚性债务较上年末增长 46.16%至 154.16 亿元，其中短期借款较上年末增长 64.25%，应付票据较上年末增长 70.04%至 15.27 亿元。

尽管该公司已尽量利用商业信用缓解资金压力，但对于资金推动的建筑行业，公司业务的快速发展仍需辅以大量融资。公司带息债务主要集中在银行借款，外部融资环境的变化或将对公司盈利空间产生影响。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
营业周期（天）	153.25	163.75	196.38	220.15	167.48	-
营业收入现金率（%）	87.79	95.84	97.74	99.14	95.74	94.47
业务现金收支净额（亿元）	27.61	23.45	23.78	33.66	-7.67	5.82
其他因素现金收支净额（亿元）	-15.12	-11.66	-4.52	-19.64	10.67	-42.94
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	12.48	11.78	19.27	14.01	3.00	-37.12
EBITDA（亿元）	20.70	19.24	16.45	10.10	13.94	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.19	0.15	0.08	0.10	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.22	2.46	2.07	2.05	2.53	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程施工周期、结算惯例及账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长。2016~2018 年公司营业周期分别为 196.38 天、220.15 天和 167.48 天。同期，公司营业收入现金率分别为 97.74%、99.14%和 95.74%，与同行业相比主业回笼资金情况尚可。公司经营性现金净流呈波动态势，2016~2018 年经营活动现金净流入额分别为 19.27 亿元、14.01 亿元和 3.00 亿元。2018 年公司经营性净流入显著下降，主要系与主业相关的现金净流出所致，公司占用上游款项的能力有所弱化。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的工程保证金，支付其他与经营活动有关的现金主要为期间费用及工程保证金等。2018 年，公司加强工程保证金管理，其他因素现金收支活动净流入 10.67 亿元。

2016~2018 年该公司 EBITDA 分别为 16.45 亿元、10.10 亿元和 13.94 亿元。公司 EBITDA 由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其他资产摊销构成。随着融资规模上升，列入财务费用的利息支出逐步成为影响 EBITDA 波动的主要因素。整体看，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度尚可。

2019 年前三季度，该公司经营环节现金流净流出 37.12 亿元，净流出主要系工程保证金等其他与经营活动有关的支出增加所致；营业收入现金率较上年同期下降 4.51 个百分点至 98.98%。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	0.41	-0.23	-2.64	-3.77	-10.04	-4.94
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.88	-6.16	-4.13	-1.37	-6.64	-6.78
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.52	1.18	-7.09	-0.45	-3.79	-0.13
投资环节产生的现金流量净额	-7.99	-5.21	-13.85	-5.58	-20.48	-11.85

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

近年来，该公司加大参股公司股权投资力度及固定资产投资，投资环节存在较大资金缺口。2016~2018 年和 2019 年前三季度公司投资环节现金净流出分别为 13.85 亿元、5.58 亿元、20.48 亿元和 11.85 亿元。同期，公司回收投资与投资支付的现金差额净流出，主要系公司对参股公司和 PPP 项目公司的资本金净支出所致，其中 2018 年 PPP 项目投入大幅增加导致当年净流出规模显著扩大。购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出主要系购买船舶、机器设备等的净支出。此外，2016 年公司中标的 PPP 项目相继落地执行，当年产生的相关项目可研、核准、勘察和设计以及土地拆迁费用支出较大，导致收到与支付其他与投资活动有关的现金大幅净流出。随着公司营业规模不断扩大及中标 PPP 项目的增多，未来公司投资环节资金缺口或将进一步扩大。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
权益类净融资额（亿元）	0.25	16.54	0.33	1.39	1.02
债务类净融资额	12.45	-2.88	14.15	-10.84	-22.84
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-1.61	1.62	2.37	2.21	18.06
筹资环节产生的现金流量净额	0.90	8.28	5.02	-13.55	-4.02

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

随着经营业务资金需求的增长和投资性资金流出的扩大，该公司通过股东注资、增加银行借款等方式来弥补资金缺口，但由于公司负债主要集中于流动负债，短期债务偿还导致公司筹资性现金流波动较大。2016-2018 年，公司债务类净融资额分别为 14.15 亿元、-10.84 亿元和 18.06 亿元。同期公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 5.02 亿元、-13.55 亿元和 25.76 亿元，其中 2017 年筹资环节现金流净流出主要系当年投资需求有所减少，债务融资净偿付；2018 年筹资环节净流出主要系公司增加债券融资（计入收到其他与筹资活动有关的现金），减少银行贷款所致。2019 年前三季度，公司债务类融资额大幅增加，导致筹资环节现金净流入 35.76 亿元。

总体看，由于该公司经营活动现金流表现较好，加上大量的商业信用，可较好的将下游客户占款转嫁给上游供应商，公司筹资环节压力不大。但公司收款集中在第四季度，付款集中在前三季度，收付款不匹配导致公司筹资环节季度前波动大。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	230.74	273.39	329.05	344.85	358.04	383.26
	68.30%	71.89%	74.02%	71.12%	68.36%	65.22%
其中：现金类资产（亿元）	37.89	54.07	66.07	61.82	38.42	23.52
应收账款（亿元）	49.40	66.10	93.86	68.07	64.02	63.89
存货 ²¹ （亿元）	71.58	82.09	95.85	129.06	128.37	150.80
一年内到期的非流动资产	25.05	22.76	27.38	38.26	57.19	58.54
其他应收款（亿元）	26.64	28.84	37.01	37.03	47.50	55.82
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	107.09	106.89	115.49	140.03	165.71	204.37
	31.70%	28.11%	25.98%	28.88%	31.64%	34.78%
其中：固定资产（亿元）	24.18	24.69	34.30	40.13	44.37	39.72
长期应收款（亿元）	62.20	58.23	55.29	72.60	75.11	109.14
长期股权投资（亿元）	0.55	0.63	7.55	10.51	12.16	12.64
期末全部受限资产账面金额(亿元)	0.07	0.06	0.94	0.12	21.49	18.64
受限资产账面余额/总资产（%）	0.02%	0.02%	0.21%	0.02%	4.10%	3.17%

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

该公司资产总额不断增长，2016~2018 年末分别为 444.54 亿元、484.88 亿元和 523.75 亿元。公司资产以流动资产为主，2018 年末流动资产为 358.04 亿元，占资产总额的 68.36%；非流动资产为 165.71 亿元，占资产总额的 31.64%。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货、一年内到期的非流动资产和其他应收款构成，2018 年末余额分别为 38.42 亿元、64.02 亿元、128.37 亿元、57.19 亿元和 47.50 亿元，分别占资产总额的 11.80%、13.00%、24.64%、7.30%和 7.07%。其中，公司应收账款主要为应收客户工程款，其中 75.66%是账龄在一年以内的应收账款，该比例较上年末下降 16.5 个百分点；2018 年末前五名应收账款余额 9.80 亿元，占比 14.57%，较上年末下降 10.21 个百分点；此外公司与中国交建系统内其他单位因项目分包形成的应收款项账面余额为 10.38 亿元，较上年末下降 21.74%，该部分款项发生坏账的可能性较小。公司存货主要由合同资产（即已完工未结算款）、原材料和自制半成品及在产品构成，2018 年末合同资产账面价值占存货的 84.22%。公司一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的长期应收款（主要为应收工程保证金及融资类项目施工款）构成，较上年末增长 49.48%，主要系融资类工程施

²¹ 为保持数据可比性，本文仍将合同资产计入存货。

工形成的款项增加所致。其他应收款主要为中交集团内部工程分包产生的应收款项及工程保证金，较上年末增长 28.27%。公司现金类资产主要由货币资金和应收银行承兑汇票构成，2018 年末分别为 36.63 亿元和 1.79 亿元，受限货币资金仅为 0.13 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款和长期股权投资构成，2018 年末余额分别为 44.37 亿元、75.11 亿元和 12.16 亿元，分别占资产总额比重为 8.47%、14.34%和 2.32%。其中，固定资产主要由机器设备、房屋建筑物和船舶等构成。长期应收款主要为应收工程各项保证金、PPP 合同等长期应收款项和收款期一年以上的工程款等，其中 PPP 合同等长期应收款项占比 75.57%。长期股权投资系对联营企业的投资，其中以对常州中交建设发展有限公司和交建（淮南）基础设施建设有限公司的投资居多。

图表 23. 截至 2018 年末公司长期应收款构成明细（单位：亿元）

构成明细	年末账面价值	年末折现率区间（%）
PPP 合同等长期应收款项	56.76	4.75~4.90
收款期一年以上的工程款	16.22	4.75~4.90
分期收款销售商品	2.13	4.75~4.90
合计	75.11	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

2019 年 9 月末，该公司资产总额为 587.63 亿元，较上年末增长 12.20%，流动资产较上年末增长 7.04%至 383.26 亿元，非流动资产较上年末增长 23.33%至 204.37 亿元。同期末，现金类资产较上年末下降 38.78%至 23.52 亿元，主要系当期支付工程款增加所致；预付款项较上年末增长 66.04%至 14.58 亿元，主要系业务规模扩大、预付款相应增加所致；长期应收账较上年末增长 45.31%至 109.14 亿元，主要系 PPP 项目施工收入增加所致；其他核心资产较上年末变化不大。

该公司受限资产主要为货币资金和长期应收款，2019 年末受限货币资金仅 0.24 亿元，主要系限制性存款；同期末因质押借款受限的长期应收款账面价值 18.40 亿元。总体看，公司受限资产占资产总额比重较小，未对整体资产流动性造成重大影响。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率（%）	98.63	106.58	106.74	93.47	98.67	90.46
速动比率（%）	59.59	67.18	73.44	56.75	60.87	51.43
现金比率（%）	16.20	21.08	21.43	16.76	10.59	6.42

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

近年来，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱，2018 年末流动比率为 98.67%，由于存货规模过大，同期末速动比率仅为 60.87%。但公司流

动负债以应付账款为主，短期刚性债务偿付压力可控。同时，公司保持了一定规模的存量货币资金，可为即期债务偿还提供一定支持。2019 年 9 月末，公司流动比率和速动比率均有所下滑，现金比率降至 6.42%，流动性压力有所加大。

6. 表外事项

中国交建对该公司资金管理较为严格，对外担保均需要通过中国交建的批准。截至 2018 年末，公司未对合并范围外企业提供担保。此外根据公司年报披露，同期末，公司不存在法律诉讼等重大或有事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要负责管理和投融资职能，具体施工业务由各分子公司根据自己的专业进行承接。公司财务实行集中管理制度，所有子公司无独立融资权限，子公司获取银行授信需提交母公司批准。2018 年末，母公司总资产 470.35 亿元，主要为存货、应收账款、其他应收款、一年内到期的非流动资产和长期股权投资。其中货币资金余额为 26.03 亿元，占合并口径货币资金比重 71.06%。公司债务亦集中于母公司，2018 年末母公司刚性债务 83.04 亿元，占合并口径刚性债务的 50.31%。2018 年，母公司实现营业收入 252.84 亿元，净利润 3.09 亿元，经营性现金净流入 11.83 亿元，投资活动现金净流出 24.84 亿元。

外部支持因素

1. 集团支持与管控

该公司股东中国交建是国务院国资委下属的中交集团的子公司，并先后于香港联合交易所和上海证券交易所上市。中交集团在 2018 年 ENR²²全球最大 250 家国际承包商排名中名列第三位，连续四年位居前五名，连续 11 年位居中国上榜企业第一名。公司系中国交建核心子公司之一，收入规模在中国交建中排名靠前，在业务和资金上可获得中国交建的支持。资金方面，中国交建 2015 年对公司增资 16.37 亿元，并通过中交财务公司持续给予公司信用借款，借款利率一般为基准利率下浮 10%，2018 年存续余额为 9.22 亿元。管控方面，中国交建要求公司所有投资项目必须交由中国交建审批；并对公司资产负债率水平进行控制。

2. 国有大型金融机构支持

该公司具有良好的资信状况和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行

²² ENR (Engineering News-Record) 中文名称译作《工程新闻记录》，是全球工程建设领域最权威的学术杂志，隶属于美国麦格劳-希尔公司。

获得有力的资金支持。截至 2019 年 9 月末，公司共取得综合授信额度为 567.70 亿元，含中交财务有限公司授信 25.00 亿元，尚有未使用银行授信额度为 333.44 亿元，且从借款方式看，公司已使用银行授信以信用借款为主。

评级结论

该公司是中国交建下属全资子公司，股权结构清晰。中国交建综合实力强，能在获取业务等方面给予公司较大支持。中国交建掌握公司高管人员的任免，就项目评估及体系杠杆水平控制等方面对公司的管控严格。公司已建立较为完善的治理结构，且设置了符合自身业务特点的组织架构，并建立了相应的管理制度，业务开展总体顺利。

该公司以基建施工为主业，并涉及勘察设计及咨询和建材贸易等业务领域，近三年营业收入规模波动不大。公司基建业务在手订单充足，可为后续发展提供保障。近年来公司投资业务逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式，相关投资压力及后续资金需求量增大。公司贸易业务、勘察设计及咨询业务等主要围绕基建主业展开，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响不大。

近年来，该公司盈利主要来自主业经营，投资净收益及营业外收支净额规模相对较小。尽管公司期间费用在行业内控制较好，但受成本端价格波动影响，公司盈利能力整体呈弱化趋势。

伴随主业规模的扩大，该公司垫资规模持续增长，债务规模逐年攀升，财务杠杆水平较高。公司资产中应收账款和存货占比很大，资产流动性一般。但通过将大部分资金压力转移给上游施工方，公司实际偿债压力可控。同时，公司年度经营活动净现金流持续为正，且拥有一定规模的货币资金，可为即期债务的偿还提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2021 年 2 月 28 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

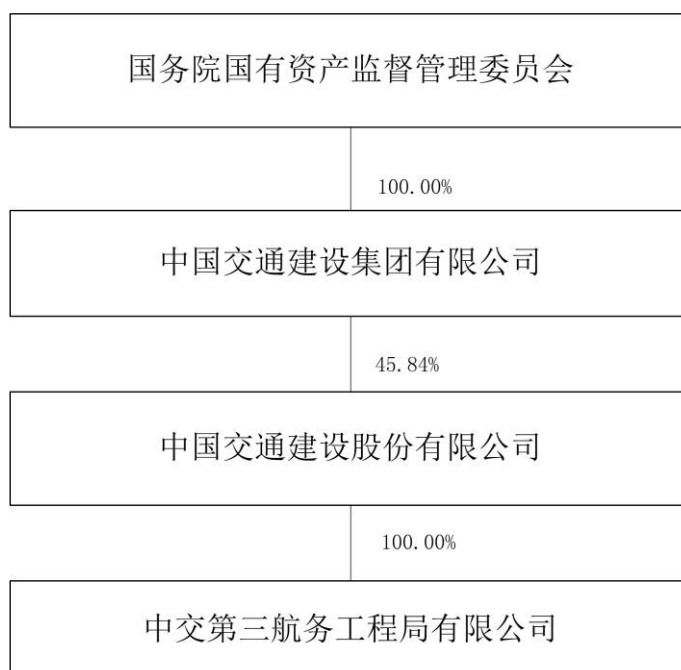
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

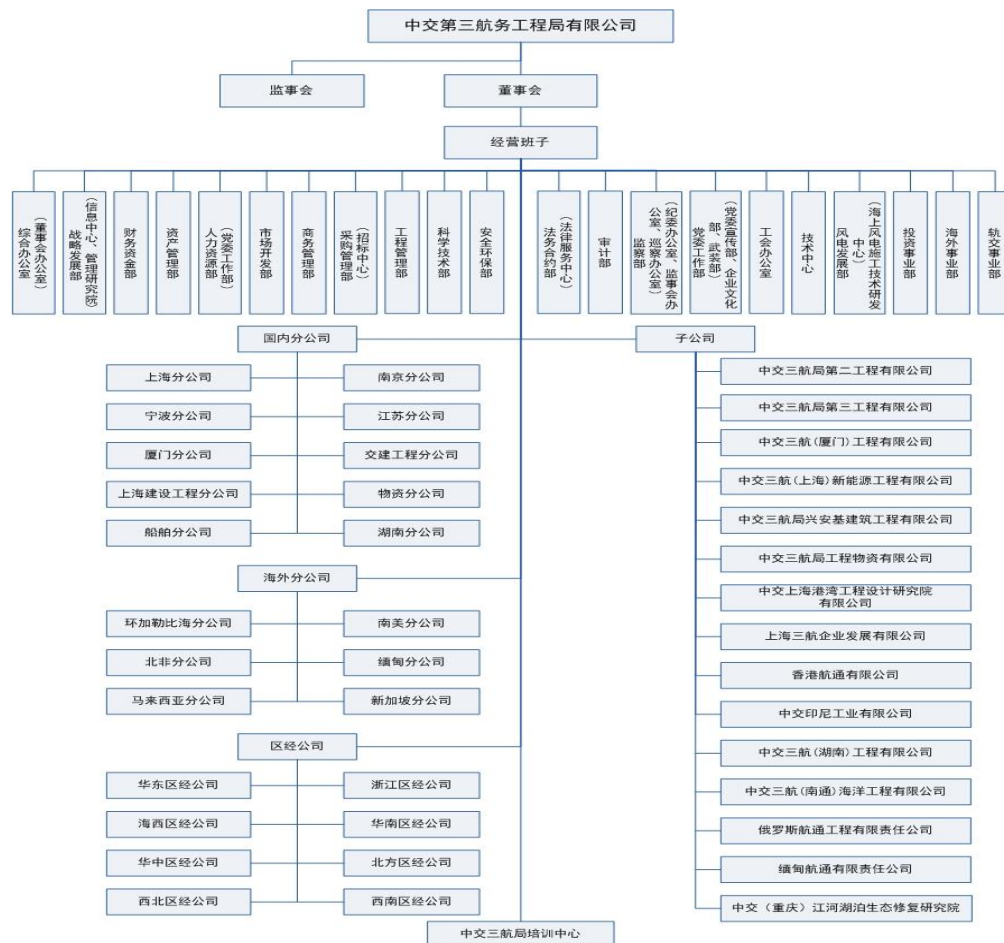
公司与实际控制人关系图



注：根据中交三航局提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中交三航局提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例（%）	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
中国交通建设股份有限公司	中国交建	公司之控股股东	—	建筑施工、工程设计、船舶建造、进出口、物流运输等	2982.85	1971.78	4908.72	202.94	90.98
中交第三航务工程局有限公司	中交三航局	本级	—	路桥、铁路、港口等建筑施工	165.06	97.49	321.31	2.79	3.00
中交三航局工程物资有限公司	物资公司	子公司	100	建筑材料、金属材料、船舶销售等	0.00	1.26	21.98	-0.24	-0.67
中交三航局第二工程有限公司	第二工程	子公司	100	航务水工、土建、建筑设备安装等	0.00	2.99	4.05	0.07	1.74
中交三航局第三工程有限公司	第三工程	子公司	100	市政、公路、铁路、航务等建筑工程	0.00	9.96	8.28	0.82	0.73
中交三航（龙海）建设投资有限公司	龙海建投	项目公司	70	市政、公路、铁路、航务等建筑工程	0.00	1.11	0.00	0.00	-0.36
中交三航宿迁城市投资建设有限公司	宿迁城建	项目公司	80	公路、工业与民用建筑、港口与航务等	0.97	1.62	0.03	0.00	-1.93

注：根据中交三航局 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
资产总额 [亿元]	444.54	484.88	523.75	587.63
货币资金 [亿元]	62.83	57.92	36.63	23.52
刚性债务[亿元]	122.38	128.11	165.06	210.53
所有者权益 [亿元]	88.39	89.32	97.49	101.92
营业收入[亿元]	331.80	334.73	321.31	266.14
净利润 [亿元]	6.76	0.89	2.79	3.25
EBITDA[亿元]	16.45	10.10	13.94	—
经营性现金净流入量[亿元]	19.27	14.01	3.00	-37.12
投资性现金净流入量[亿元]	-13.85	-5.58	-20.48	-11.85
资产负债率[%]	80.12	81.58	81.39	82.66
权益资本与刚性债务比率[%]	72.23	69.72	59.06	48.41
流动比率[%]	106.74	93.47	98.67	90.46
现金比率[%]	21.43	16.76	10.59	6.42
利息保障倍数[倍]	1.65	1.22	1.51	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	196.38	220.15	167.48	—
毛利率[%]	9.71	7.01	8.27	7.31
营业利润率[%]	2.36	0.30	0.84	1.38
总资产报酬率[%]	3.17	1.29	1.65	—
净资产收益率[%]	7.89	1.01	2.98	—
净资产收益率*[%]	7.75	0.85	3.00	—
营业收入现金率[%]	97.74	99.14	95.74	94.47
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.82	4.14	0.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.66	2.24	-4.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.07	1.81	2.53	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.07	0.10	—

注：表中数据依据中交三航局经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} + 365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至 2021 年 2 月 28 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。