

中交一公局集团有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行永续期公司债券（第二期）、2019 年面向 合格投资者公开发行永续期公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1471 号

中交一公局集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 中公 Y2”、“19 中公 Y1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中交一公局集团有限公司（以下简称“中交一公局”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 中公 Y2”和“19 中公 Y1”的信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了中国交建提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2019 年以来稳增长措施的逐步落地为公司创造了有利的外部发展环境，作为我国公路建设领域的龙头企业之一，公司保持了较强的项目承揽能力，2019 年新签合同额进一步上升；此外股东实力雄厚，对公司支持力度较大等正面因素为其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到债务规模快速攀升、未来资本支出压力较大和盈利能力有待提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中交一公局（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	813.32	929.92	1,422.84	1,428.18
所有者权益合计（亿元）	130.94	158.87	233.63	236.76
总负债（亿元）	682.37	771.05	1,189.20	1,191.43
总债务（亿元）	179.91	218.79	424.32	452.24
营业总收入（亿元）	605.05	738.07	1,025.14	207.57
净利润（亿元）	12.72	12.66	8.48	1.56
EBIT（亿元）	21.80	24.61	28.56	--
EBITDA（亿元）	29.50	35.13	44.28	--
经营活动净现金流（亿元）	75.52	1.08	53.20	-71.18
营业毛利率(%)	10.94	9.85	9.08	7.57
总资产收益率(%)	2.94	2.86	2.16	--
资产负债率(%)	83.90	82.92	83.58	83.42
总资本化比率(%)	57.88	57.93	64.49	65.64
总债务/EBITDA(X)	6.10	6.23	9.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.13	3.89	2.37	--
中国交建（合并口径）	2017	2018	2019	
总资产（亿元）	8,502.35	9,604.76	11,203.99	
所有者权益合计（亿元）	2,059.42	2,396.82	2,963.79	
总负债（亿元）	6,442.94	7,207.94	8,240.20	
总债务（亿元）	2,826.33	3,269.93	3,845.15	
营业总收入（亿元）	4,828.04	4,908.72	5,547.92	
净利润（亿元）	213.19	202.94	216.20	
EBIT（亿元）	371.96	361.27	405.48	
EBITDA（亿元）	470.95	462.59	527.75	
经营活动净现金流（亿元）	427.41	90.98	59.31	
营业毛利率（%）	13.97	13.49	12.76	
总资产收益率（%）	4.50	3.99	3.90	
资产负债率（%）	75.78	75.05	73.55	
总资本化比率（%）	57.85	57.70	56.47	
总债务/EBITDA（X）	6.00	7.07	7.29	
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	3.50	3.34	

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **稳增长措施的逐步落地为基建行业发展提供较好的政策支持。**2019 年以来，改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策的推出为基建稳增长提供重要动能，基建施工企业有望从中受益。

■ **控股股东实力雄厚，对公司支持力度较大。**公司控股股东中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）是中国交通基础设施建设领域的龙头企业，整体实力雄厚。2019 年其以持有的中交隧道工程局有限公司（以下简称“中交隧道局”）股权对公司增资，并引入市场化债转股，增强了公司的资本实力。同时，中交隧道局纳入公司合并范围后大幅提升了其在城市轨道交通、市政及铁路等领域的隧道工程施工能力，为其核心主业的进一步发展提供了有力支撑。

■ **公路工程领域竞争力很强，项目承揽良好，新签合同额和收入规模进一步上升。**公司是我国公路建设领域的龙头企业之一，公路工程领域竞争力很强，2019 年公司项目承揽良好，新签合同额进一步上升，完成新签合同总额 1,510.83 亿元。随着承揽水平和施工能力的不断提升以及股东资产的注入，公司整体经营规模稳步扩大，2019 年营业总收入上升至 1,025.14 亿元。

■ **担保实力极强。**中国交建作为我国大型建筑央企，行业地位突出，市场竞争力和整体抗风险能力极强，其提供的保证担保可为债券本息的偿还提供有力支持。

关注

■ **债务规模持续攀升，未来资本支出压力较大。**2019 年公司继续加大基础设施建设投资力度，截至 2019 年末，公司在手 PPP 项目 56 个，计划总投资额约 2,470 亿元，随着投资项目的推进，公司债务规模持续攀升，且未来仍存在较大投资压力。

■ **盈利能力有待提升。**近年来建筑行业激烈的市场竞争使得公司盈利能力持续承压，2019 年并入的中交隧道局盈利能力较弱，加之资产减值损失侵蚀和投资高速公路仍处于亏损期，2019 年公司 EBITDA 利润率和净资产收益率分别降至 4.32% 和 4.08%，盈利能力有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，中交一公局集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降；杠杆水平明显提升；基建投资业务回报未及预期导致偿债压力明显增加。

同行业比较

2019年部分建筑企业主要指标对比表

公司名称	建筑新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA (X)	营业周期 (天)
中交一公局	1,510.83	1,025.14	4.08	64.49	7.30	120
中交疏浚(集团)股份有限公司	604.85	374.44	4.66	44.08	6.59	320
中交路桥建设有限公司	610.93	373.83	9.57	61.92	8.97	88

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
18 中公 Y2	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/11/22~2021/11/22(3+N)
19 中公 Y1	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/01/21~2022/01/21(3+N)

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用状况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]1486号文核准，中交一公局集团有限公司（以下简称“中交一公局”或“公司”）获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币30亿元（含人民币30亿元）的可续期公司债券。根据《中交一公局集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）发行公告》，中交一公局集团有限公司2018年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（债券简称“18中交Y2”，代码“136916”）采取网下面向合格投资者询价配售的方式公开发行，发行工作于2018年11月22日结束，实际发行规模10亿元，最终票面利率为4.68%。截至2019年末，“18中交Y2”的募集资金按照募集说明书约定用于补充公司流动资金并已使用完毕。公司资金支出严格按照公司资金管理制度履行资金使用审批手续。

根据《中交一公局集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）发行公告》，中交一公局集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（债券简称“19中交Y1”，代码“155969”）采取网下面向合格投资者询价配售的方式公开发行，发行工作于2019年1月12日结束，实际发行规模10亿元，最终票面利率为4.20%。截至2019年末，“19中交Y1”的募集资金按照募集说明书约定用于补充公司流动资金并已使用完毕。公司资金支出严格按照公司资金管理制度履行资金使用审批手续。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一

季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，

进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

我国城镇化建设释放的内需能量，为建筑业发展提

供持续动力

多年来，我国城镇化建设释放出巨大的内需能量，成为经济发展的重要源动力。国家统计局数据显示，截至 2019 年末我国常住人口城镇化率已升至 60.60%，但仍明显低于发达国家 80%的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平，未来一段时期我国的城镇化率仍有较大的提升空间。2019 年 12 月，中共中央、国务院印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，落户政策的放松有望加速我国城镇化率的提升，并促使人口进一步向中心城市和核心城市群流动。

中诚信国际注意到，近年来国家推动实施“以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向”的新型城镇化战略，在加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态、推动城市高质量发展、加快推进城乡融合发展的过程中，能够产生大量的城市基础设施建设需求，为建筑企业提供广阔的市场空间。除旧城改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广阔的新兴建筑市场。整体来看，伴随着我国新型城镇化进程的推进，必然大量催生对住宅、公共建筑的新建和改造以及城市综合交通网络、地下管网、海绵城市、环境治理等建设的需求，为今后一段时期我国建筑企业的发展带来有力支撑。

PPP 模式已进入政策规范和风险控制的高质量发展阶段，对建筑企业的投融资管理提出了更高要求

2014 年以来，国家发改委、财政部、国土资源部、银监会和国家铁路局相继或联合发文，支持社会资本以独资、合资等多种投资方式建设和运营基础设施项目，在经历了 2015 年及 2016 年的 PPP 项目爆发式增长后，2017 年国资委和财政部等出台一系列强力监管文件标志着 PPP 项目进入严监管周期。随着财金〔2018〕54 号、财金〔2019〕10 号等文件的落地实施，PPP 模式已由过去的培育和快速增长阶段进入了政策规范和风险控制的高质量发展阶段，后续项目入库将更注重项目质量和合规性审核

以及执行效率。中诚信国际认为，入库项目标准的提升将阶段性影响 PPP 项目供给量，对金融机构提供融资监管的趋严使得融资落地难度有所提升，社会资本方、金融机构及政府在项目接洽过程中的多向选择将更趋谨慎。但从长远来看，一系列监管政策的出台有利于 PPP 项目的规划化运作和实际落地率的提升，资金亦将向合规、优质项目倾斜，从而保护 PPP 项目各参与方的应有利益。

截至 2019 年 9 月末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库入库项目共计 9,249 个，总投资额 14.1 万亿元；其中落地项目共 6,039 个，落地率较上年同期增长 16 个百分点；落地项目涉及总投资额 9.2 万亿元，共签约社会资本 10,713 家，其中民营企业占比为 34.6%。从开工情况来看，同期末落地项目中累计开工项目 3,559 个，总投资额 5.3 万亿元。从入库项目回报机制来看，可行性缺口补助项目累计投资额占入库项目总投资的 66.8%，政府付费项目累计投资额占比 23.9%，使用者付费项目累计投资额占比 9.4%。从财政承受能力来看，全国 2,602 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,583 个行政区在 PPP 项目合同期内的各年度财政承受能力占比均在 10% 红线以下，其中 1,886 个行政区低于 7% 预警线，1,415 个行政区低于 5%，而 19 个超过 10% 的行政区已停止新项目入库。

中诚信国际关注到，PPP 项目中政府扮演了多种角色，主导的工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，建筑企业在与政府的合作中可能面临其不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进存在不确定性。虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 模式发展历程较短，对口公共管理部门对项目推进中的各种问题可能缺乏妥善解决的经验，建筑企业维权的成本依然很高。此外，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低、退出机制不完善等一系列问题，对建筑企业的综合投融资管理能力提出了更高要求。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

跟踪期内，公司全国化的市场网络布局进一步完善，国际工程承包业务区域多元化程度有所提升，但 2019 年以来海外业务面临的不确定性进一步增加，公司海外业务进展有待关注

工程施工板块是中交一公局的核心业务，受益于国家对高速公路、高速铁路建设领域的持续大力投入以及城市化进程的推进对市政道路、城市轨道交通及其他城市基础设施建设需求的增加，公司工程施工业务新签合同额保持在较大规模，2019 年受益于中交隧道局的合并，公司在手合同额大幅提升，对收入的覆盖程度较好。总体来看，公司较好的项目承揽能够为其业务的稳定发展提供有力支撑。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司新签合同额同比下降 30.73%。

表 1：近年来施工业务新签合同额按区域划分（亿元）

业务区域	2017	2018	2019	2020.1~3
华东地区	166.93	198.43	280.40	12.92
华南地区	90.79	50.99	212.94	4.85
华中地区	63.56	70.08	119.07	18.83
西南地区	99.60	235.83	328.66	18.38
东北地区	29.08	110.29	43.06	0.01
西北地区	94.84	160.29	117.18	0.83
海西地区	123.79	50.27	92.61	0.06
京津冀地区	172.27	19.43	111.50	0.66
海外地区	109.30	134.05	205.41	46.95
合计	950.16	1,029.66	1,510.83	103.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司坚持区域化、专业化经营策略，经过多年的发展和区域化整合的推进，已形成五大事业部（公路市政事业部、铁路轨道事业部、城市房建事业部、投资事业部和海外事业部）专业分工、区域总部协调支撑、子分公司协同运作、项目经理部辅助参与的一体化营销体系，并通过遍及全国的近 50 家子分公司及项目部，构建了完善的营销网络。其中，受益于国家西部大开发战略，2019 年公司西南地区基础设施建设规模维持高位，使得该区域成为公司项目承接的重要市场，公司先后承接了贵州沿河至榕江高速公路剑河至榕江段、贵州省沿河经木黄至松桃高速公路等大型项目。华东区域经济发展态势良好，公路、市政基础设施等建设需求较大，亦成为公司业务拓展的重点市场之一。此外，公司在华中、华南、京津冀和海西等重要市场区域亦实现了较好的业务拓展。2019 年，受公司根据市场环境主动进行区域结构调整影响，公司在东北地区和西北地区承揽规模下降。整体来看，公司全国化的施工业务区域布局能够很好的抵御单一区域市场波动带来的经营风险。

海外市场方面，公司紧跟国家“一带一路”战略和中交集团“大海外”战略，积极进行海外市场的业务拓展，成为中国交建系统内海外业务发展较为稳健的施工子企业之一，业务种类覆盖公路工程、

铁路路基工程、市政道路工程、机场道路工程、桥梁工程及房建工程等领域。目前，公司海外设置了东北非、东南非、中非、中西非和亚太五个区域总部，覆盖埃及、沙特阿拉伯、乌干达、莫桑比克、尼日利亚、摩洛哥、刚果（金）、津巴布韦、菲律宾、马来西亚、巴基斯坦、印度尼西亚等近 50 个境外国家和地区。2018 年，中国交建对公司境外业务进行了授权，允许公司使用自身品牌在 23 个国家开展经营，显著提升了公司的海外业务自主权，2019 年公司海外地区新签合同额进一步提升。**中诚信国际注意到**，海外业务的开拓有利于公司业务区域多元化发展，但亦面临国外政治环境、经济形势、货币汇率波动以及当地文化、法律差异等风险，且近年来日趋复杂的国际形势和新冠肺炎的全球蔓延给公司海外业务带来的不确定性进一步增加，海外业务进展有待关注。

表 2：截至 2019 年末公司主要在建海外项目情况（亿元）

项目简称	合同金额	累计确认收入	累计回款
埃塞俄比亚 WM(沃尔迪亚-默克莱)铁路 EPC/交钥匙项目	106.35	45.71	34.99
喀麦隆雅温得-杜阿拉高速公路设计施工项目（一期）	38.25	35.28	26.22
埃塞俄比亚的斯亚贝巴 Bole 国际机场航站楼扩建项目	15.15	12.73	10.92
埃塞俄比亚的斯 Kality 环岛路（埃塞 KT 项目）	13.84	7.66	6.30
埃塞 Modjo-Hawassa 高速公路设计施工总承包项目	13.76	2.62	2.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于我国城镇化持续推进和各级政府在基础设施建设方面的大力投资，2019 年公司公路、市政等工程承包业务保持稳步发展态势，未来有望进一步受益于基建补短板的带动

基础设施工程建设系公司的核心主业，公司已形成以公路工程为主，辅以铁路、市政工程的业务体系，业务领域较为多元化。同时，公司利用投资业务联动施工建设，通过创新投资业务模式，积极推动基础设施建设业务发展。

表 3：近年来施工业务新签合同额按业务类型划分（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
--	------	------	------	----------

公路工程	634.64	655.78	830.11	33.95
市政工程	149.74	193.97	263.56	11.43
铁路工程	53.19	4.30	10.64	0.40
其他	112.59	175.61	406.52	57.71
合计	950.16	1,029.66	1,510.83	103.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公路工程方面，公司资质完备且工程技术领先，施工经验丰富，截至 2019 年末公司累计修建高等级公路超 18,000 公里，其中高速公路约占全国已建成高速公路总里程 15%。奖项获取方面，截至 2020 年 3 月末公司获得中国建筑工程鲁班奖 22 项、中国土木工程詹天佑奖 11 项、国家优质工程奖 34 项、省部级科技奖 142 项，丰富的业绩积累和很强的项目实施能力使得公司在公路工程市场具备极强的业务承揽能力，2019 年公司承接了张家港高铁新城项目、重庆至泸州高速公路扩能（重庆段）、渝武高速公路扩能（北碚至合川段）和铜梁至安岳高速公路（重庆段）项目等单项合同额较大项目。在交通部 2019 年公布的全国公路建设市场综合信用评价结果中，公司信用评价结果稳居行业前列（参评省份越多，获得 AA 评价的难度越大）。

路（重庆段）项目等单项合同额较大项目。在交通部 2019 年公布的全国公路建设市场综合信用评价结果中，公司信用评价结果稳居行业前列（参评省份越多，获得 AA 评价的难度越大）。

表 4：2018 年主要公路施工企业综合信用评价结果情况

	评价结果	参评省份
中交一公局	AA	23
中交第二公路工程局有限公司	AA	19
中铁一局集团有限公司	AA	15
四川公路桥梁建设集团有限公司	AA	14

注：评级结果最高为“AA”级。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，虽然近年来公路建设需求增速有所放缓，但公司在特大桥梁、特长隧道领域技术优势突出，高速公路施工经验丰富，未来仍能够在公路建设市场的竞争中占据有利地位。

表 5：截至 2019 年末公司主要在建公路项目情况（亿元、%）

项目名称	合同金额	开工时间	预计竣工日期	完工百分比
贵州沿河至榕江高速公路剑河至榕江段	124.40	2017.11	2021.11	81.29
贵州省沿河经木黄至松桃高速公路	96.79	2017.08	2020.12	30.25
通渭至定西高速公路	68.59	2019.02	2022.02	18.31
苏张高速苏尼特右旗至化德（蒙冀界）段公路	53.55	2018.08	2020.12	60.37
新疆 G575 线巴里坤至哈密公路	48.01	2016.10	2020.09	64.81
重庆万州环线高速公路	40.80	2018.12	2022.05	9.68
盐城市快速路三期工程（东环路分部、黄海机场线分部）	31.06	2018.03	2020.03	95.57
泉漳城市联盟路（泉州段）	29.77	2017.05	2020.05	91.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

市政工程方面，公司凭借在公路、桥梁、隧道等传统工程领域的优势，近年来积极进入市政市场，业务覆盖市政道路工程、城市轨道交通工程、产业园开发、城市综合开发、综合管廊等。受益于国内城镇化进程的持续推动，2019 年该板块新签合同额进一步增加。目前国内市政工程领域仍大量采用 PPP 模式开展建设，而随着 PPP 模式的发展逐渐从重视数量到合规性、项目质量的转变，基础设施建设企业的项目前期策划、融资管理、项目过程管理能力面临更大挑战。此外，中诚信国际注意到，

根据《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》要求，当城市轨道交通建设规划完成 70% 以后，才允许进行下一轮建设规划的报批，而经过前期的密集开工后，相关城市在短期内的轨道交通建设项目数量或有所减少，同时部分城市受限于 52 号文对轨交建设门槛的提升，亦可能减少甚至暂停相关建设投资，预计未来一段国内轨道交通建设市场的竞争会更趋激烈。上述因素或将对公司市政工程的项目承接产生一定影响。

表 6：截至 2019 年末公司主要在建市政项目（亿元、%）

项目名称	合同金额	开工时间	预计竣工日期	完工百分比
乌鲁木齐东二环道路项目第 WDRH-2 标段	23.67	2015.08	2020.06	87.00

成都市一环路综合整治工程设计-施工总承包	23.54	2018.05	2020.12	15.60
黄冈产业园基础设施及公共建筑工程设计采购施工(EPC)总承包	23.16	2019.06	2027.04	1.94
泉州海湾大道(双山段道路与景观工程、16#码头至海玉路)	18.31	2018.06	2020.09	59.77
公常路中山大学深圳校区段下穿改造工程	17.02	2018.12	2020.07	56.87
遵义南部新区第一项目包总承包项目	15.80	2019.04	2021.05	13.67
郑州市四环线及大河路快速化工程项目东四环标段	12.94	2018.08	2021.12	44.51
海秀快速路(二期)工程项目	12.46	2019.02	2020.11	49.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路方面，公司先后参与哈大客专、沪昆铁路、京沪高铁、兰渝铁路、沈丹客运、石武客专、张呼铁路、湘桂铁路和通新客专等重点项目。但由于铁路工程具有不可预见因素多，易产生实际工程成本与概算差距较大等问题，2018年以来公司铁路工程新签合同额维持低位。

其他工程方面，近年来公司积极发展以房屋建筑、设计、试验检测、监理等为主的工程业务，成为基础设施建设主业的有效补充。公司房建业务范围包括铁路站房、大型展馆、学校及政府办公楼及商品住宅等的工程建设，先后承建了贵州省贵清房建综合办公楼、盐城火车站广场、西藏会展中心1号馆、宜昌一中等代表性项目。2019年来，公司积极进行业务结构调整，房建工程新签合同额大幅增加。中诚信国际认为，多元化的业务结构能够增强公司抵御单一业务市场波动风险的能力，同时设计经验的积累有利于公司提升工程总承包模式的实施能力，在未来建筑业的变革中保持领先地位。

2019年公司继续积极拓展基础设施资本运营业务，

表 7：截至 2019 年末公司主要在手 BT 项目情况（亿元、%）

项目名称	股权比例	计划总投资	累计投资	累计回款金额
辽宁省建昌至兴城高速公路 BT 项目	100%	52.60	57.20	50.30
河南登封至汝州段高速公路 BT 项目	100%	35.96	35.96	35.48
河南开封至民权段高速公路 BT 项目	100%	22.72	21.50	19.43
福建省长乐至平潭高速公路 BT 项目	100%	32.61	32.11	0.00
福清市城市综合体开发 BT 项目	100%	8.40	6.01	4.45
合计	--	152.29	152.78	109.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

作为公路工程领域的龙头企业，高速公路 BOT 业务亦是公司的核心经营模式之一，为公司培育了经营性资产。目前公司 BOT 项目以参股模式为主，通过投资较好地带动施工业务发展，并在项目通车

随着在手项目的增多，较大规模的资本支出也将使公司面临更大的投融资和项目管理压力

建筑行业集中度低、竞争激烈，在传统的施工承包模式下，低价竞争相当普遍，规模实力较强的建筑企业的优势无法充分体现。公司提出“调整结构，转变增长方式，全面提高发展质量”的战略目标，积极拓展投资板块，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动。该类资本运营项目对建筑企业的资金实力、施工水平和项目管理能力都有更高要求，但该领域竞争相对缓和且项目利润率高于单纯的工程承包业务。

具体来看，受国家和政府着力推行 PPP 业务模式的相关政策导向影响，基建 BT 类项目的市场供应量大幅减少，2017 年来公司无新签 BT 项目。截至 2019 年末，公司在手 BT 项目 5 个，均已进入回购期，累计完成投资额 152.78 亿元，累计实现回款金额 109.66 亿元。BT 项目回款较好，为公司其他资本运营项目的开展提供了良好的资金支撑。

后获取运营期的投资收益。截至 2019 年末，公司在手 BOT 项目 8 个，其中控股项目 3 个，2 个进入运营期，万州环线高速公路南段工程仍在建，预计总投资 50.14 亿元，已完成投资 10.18 亿元，未来尚

有一定资本支出；参股项目 5 个，分别为重庆三环高速公路永川至江津段、重庆万州至四川达州高速（重庆段）、重庆万州至湖北利川高速（重庆段）、重庆酉阳至贵州沿河（重庆段）高速、贵州沿河至榕江高速沿河至德江段。从通车运行情况来看，公

司进入运营期的控股项目于 2017 年后投运，由于周边路网不完善等原因，通行量尚未达到预期，目前仍处于亏损或微利。未来随着在运营高速公路周边路网的逐步成熟，预计通行费收入将有所提升，盈利情况有望得到改善。

表 8：截至 2019 年末公司在手控股高速公路 BOT 项目概况（公里、亿元、%、年）

投运项目名称	运营里程	累计投资额	股权比例	运营周期	2019 年收入	2019 年净利润	目前状态
重庆市九龙坡至永川高速公路	49.17	52.75	100	2017/12~2047/12	1.89	-0.82	运营
首都环线高速公路（通州-大兴段）	38.20	117.30	51	2018/08~2043/08	2.63	0.02	运营
在建项目名称	运营里程	预计总投资	累计投资额	股权比例	预计完工日期	运营期限	目前状态
万州环线高速公路南段工程项目	22.15	50.14	10.18	100	2022.09	30	在建

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦依托自身在建筑施工行业的领先地位、丰富的工程施工和资本运营经验以及较强的项目管控能力，逐步拓展 PPP 项目。截至 2019 年末，公司在手 PPP 项目 56 个，其中非并表项目 23 个，在手 PPP 项目计划总投资额约 2,470 亿元，预计可带动建安合同额约 1,104 亿元，项目的顺利实施能够有效助推公司工程承包业务的发展。中诚信国际认为，社会资本方参与投资 PPP 项目时，由于

需要自行承担投资风险，因此会更加注重项目筛选识别、前期规划、可行性研究和方案设计。公司在高速公路领域的投资建设经验丰富，为其参与相关 PPP 项目提供了良好支撑，但较大的投资规模将带来资金压力的攀升，同时项目运营可能存在不确定性或将影响公司的投资回报，中诚信国际将对其投融资项目的实施情况保持关注。

表 9：截至 2019 年末公司进入执行阶段的重要 PPP 项目概况（亿元、%、年）

项目名称	项目总投资额	项目公司累计完成投资额	项目公司累计收到资本金	股权比例	进入/预计进入运营其时间	运营/回购周期（年）	预计可带动公司建安新签合同额
并表项目：							
新疆 G575 线巴里坤至哈密段公路 PPP 项目	62.72	40.37	7.15	90.00	2021.12	30	45.68
江苏省淮安市淮安区交通基础设施 PPP 项目	60.00	9.65	2.08	40.00	2020.10	8	19.08
遵义市南部新区基础设施及公共服务类 PPP 项目	48.66	5.26	1.66	90.00	各子项目已进入运营期	18	33.85
328 国道仪征段改扩建工程项目	36.37	16.62	6.30	90.00	2020.08	12	26.00
津石高速公路天津西段 PPP 项目	31.65	17.50	5.26	95.00	2020.12	25	18.48
项目名称	项目总投资额	公司应承担的资本金投资额	公司累计完成资本金投资额	股权比例	进入/预计进入运营其时间	运营/回购周期	预计可带动公司建安新签合同额
非并表项目：							
通渭至定西高速公路项目	126.30	8.14	4.07	17.49	2021.12	30	70.70
盐城市快速路网三期工程 PPP 项目	57.81	2.31	2.31	20.00	2023.08	13	29.56
新疆乌鲁木齐市老城区改造提升建设工程（A2 包）PPP 项目	54.04	0.72	0.47	12.00	2021.04	22	29.39
四川西昌市高枞乡棚户区改造 PPP 项目	35.71	2.91	2.91	30.00	2020.12	12	26.93
惠州潼湖生态智慧区创新与总部经济区首期道路、智慧大道市政基础设施	38.08	4.89	1.56	30.00	2021.12	12	26.34

PPP 项目

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

2019 年业务规模的扩大和中交隧道局的并入带动公司收入规模大幅增长，但受中交隧道局盈利能力较弱影响，公司整体盈利能力有所下滑，资产减值损失以及投资亏损亦对利润产生一定负面影响

受益于业务规模的扩大和中交隧道局的并入，2019 年公司收入规模大幅增加。但由于铁路项目具有不可预见因素多的特点，易产生实际工程成本与概算差距较大等问题，加之中交隧道局铁路施工板块亏损，2019 年以来纳入合并范围后公司铁路板块毛利率转负，拉低了公司整体毛利率水平。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司营业毛利率进一步下滑。

表 10：近年来公司各板块毛利率情况（单位：%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
公路施工	465.15	549.06	689.99	144.25
铁路轨道施工	33.63	29.01	40.40	9.28
市政施工	62.32	88.14	235.20	41.06
其他	43.95	71.86	59.55	12.98
营业总收入	605.05	738.07	1,025.14	207.57
业务板块	2017	2018	2019	2020.1~3
公路施工	9.89	10.39	10.02	8.23
市政施工	11.99	8.69	8.72	7.32
铁路施工	20.33	9.51	-2.03	-3.72
营业毛利率	10.94	9.85	9.08	7.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，管理费用在期间费用中占比较高，主要由职工薪酬和研发费用等组成，2019 年受中交隧道局并入及公司加大研发投入影响大幅增加。财务费用方面，公司金融资产模式的 PPP 项目

确认的利息收入逐年增加，对财务费用起到一定冲抵作用，2019 年公司根据新会计准则调整将保理手续费从财务费用调整至投资收益，但因有息债务规模大幅增加，财务费用亦有所增加。整体来看，虽然公司期间费用总额保持增长，但在业务规模扩大的背景下，公司期间费用率较为稳定。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.28	0.24	0.37	0.08
管理费用	36.08	41.30	60.55	10.84
财务费用	4.58	3.89	5.74	1.01
三费合计	40.94	45.43	66.67	11.93
三费收入占比	6.77	6.15	6.50	5.75
经营性业务利润	23.90	25.75	24.07	3.51
资产减值损失	3.93	3.86	2.23	0.87
投资收益	-3.49	-5.21	-8.85	-2.09
利润总额	16.55	16.89	13.11	2.29
净利润	12.72	12.66	8.48	1.56
EBITDA 利润率	4.87	4.76	4.32	1.10
净资产收益率	10.89	8.86	4.08	2.65

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从利润构成来看，经营性业务利润是利润总额的重要组成部分，但以坏账损失和合同资产减值损失为主的资产减值损失维持在一定规模，对利润形成一定侵蚀。2019 年受益于公司转回的坏账准备规模较大，资产减值损失规模有所降低。此外，公司联营高速公路运营仍处于亏损期，加之 2019 年公司将保理手续费调整至投资收益，投资收益缺口继续加大，对利润造成较大影响。整体来看，2019 年中交隧道局纳入合并报表范围后，公司利润空间有所收窄，加之成本费用上升，整体盈利能力出现下滑。

跟踪期内，资产总额和负债总额随业务发展和中交隧道局并入大幅增长，有息债务规模亦快速上升，资产负债率和总资本化比率均高位运行，资本结构有待优化

2019 年公司将中交隧道局纳入合并范围，加之

业务规模的扩大，资产规模快速扩大。从结构来看，建筑行业的经营特点决定了流动资产在公司总资产中占比较高，以存货、应收账款、货币资金和一年内到期的非流动资产为主，2019年末上述四项合计占流动资产的比重超过80%。随着建筑施工业务规模的增长，以已完工未结算款为主的存货规模较高，2019年末占比超过80%。2019年公司营业周期为120天，由于基建投融资项目形成的资产大多在非流动资产核算，使得该指标在建筑行业处于较优水平。公司应收账款主要为应收工程款，2019年末以海外项目、国内公路项目业主为主的前五大客户占比为21.46%，较为分散。为压降存货及应收账款，公司采取资产证券化、保理等方式转让应收账款，2019年共转让65.80亿元应收账款，与此相关的损失为3.96亿元。货币资金方面，2019年公司扩大应收账款保理规模，加之融资活动增加，货币资金大幅增加，期末受限部分为0.72亿元，主要为保证金等，占比很低。随着资本运营项目的扩张，2019年以来长期应收款、无形资产快速增加，其中长期应收款主要为待回购BT项目款项、金融资产模式核算的PPP项目应收款等，无形资产主要以高速公路BOT项目的特许经营权为主。此外，公司长期股权投资主要系联营高速公路项目公司以及联营的PPP项目资本金出资；其他非流动资产主要系一年以上的工程质保金，2019年仍保持在较大规模。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
存货	127.36	116.46	196.83	228.11
应收账款	75.71	112.23	142.82	121.71
货币资金	118.30	109.82	168.81	132.09
一年内到期的非流动资产	102.34	107.59	122.73	125.53
流动资产	499.72	553.03	772.67	762.71
长期应收款	98.66	94.53	200.71	225.07
无形资产	101.38	109.78	226.98	209.15
长期股权投资	53.57	80.00	80.09	79.12
其他非流动资产	0.13	43.60	67.61	68.24
非流动资产	313.60	376.89	650.17	665.47

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍

特征。业务规模和合并范围的扩大亦带动公司总负债持续上升，其中流动负债占比保持在65%以上。具体来看，作为工程总承包方，公司对分包商及材料商具有一定的资金占用，加之部分项目存在合同预付款及业主提前结算的情况，故以应付账款和预收款项为主的经营性负债规模较大。公司其他应付款主要为收取分包商的工程履约保证金和关联方往来款，2019年受中交隧道局并入大幅增加。此外，投资类业务的发展和中交隧道局的并入亦使得公司总债务规模大幅增加，以长期债务为主，2019年末短期债务/长期债务为0.46倍，能够与其基建业务资金需求周期相匹配。未来，施工业务规模的扩大、融投资建造项目的推进或将进一步推动债务规模增长，公司负债水平依然存在上升压力。

表 13：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	336.51	378.72	476.27	381.80
预收款项	98.86	79.13	109.49	118.80
其他应付款	36.70	47.23	75.19	95.73
长期借款	105.94	123.30	290.69	327.47
长期应付款	3.07	8.65	60.06	62.91
实收资本	43.67	43.67	60.77	60.77
资本公积	0.03	0.03	23.02	23.02
其他权益工具	25.00	44.97	49.94	49.94
少数股东权益	10.11	14.65	48.33	49.80
所有者权益合计	130.94	158.87	233.63	236.76
长期债务	105.94	123.30	290.69	327.47
总债务	179.91	218.79	424.32	452.24
资产负债率	83.90%	82.92%	83.58%	83.42%
总资本化比率	57.88%	57.93%	64.49%	65.64%

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2019年公司所有者权益增幅较大，主要系中交隧道局纳入公司合并报表范围、引入建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信投资”）和交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）市场化债转股对公司货币增资25亿元，加之公司将发行的永续及类永续债、可续期公司债等计入权益、未分配利润的积累以及公司新设并表基金和部分PPP项目并表，公司权益规模大幅增加，但所有者权益稳定性一般，且资本结构仍有待优化，若将永续债计入债务，截至2020年3月末公司资产负债率和总资本化比率将分别为86.92%

和 72.89%。

跟踪期内，公司经营获现情况较好，资本运营项目的推进使得投资缺口有所加大，对外融资需求或将持续上升；较大的货币资金和经营获现规模对短期债务偿还提供了良好保障

经营活动方面，2019 年公司加大应收账款回收力度及保理规模，加之 PPP 项目回款情况较好，经营活动净现金流大幅增加。2020 年一季度，受春节前向上游集中结算付款因素影响，经营活动现金流呈净流出态势。投资活动方面，公司投资支出主要为购建固定资产、无形资产及资本运营项目投资等。受资本运营项目推进的影响，2019 年公司投资活动现金流仍呈大幅净流出态势，由于大量项目仍处于前期建设阶段，预计投资活动现金流短期内仍将维持净流出态势。筹资活动方面，由于投资业务资金缺口维持在一定水平，2019 年公司继续通过债务融资方式进行资金平衡，筹资活动现金流保持净流入态势。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	75.52	1.08	53.20	-71.18
投资活动净现金流	-133.05	-66.58	-88.02	-21.18
筹资活动净现金流	66.44	57.96	66.72	55.73
货币资金/短期债务	1.60	1.15	1.26	1.06
经营活动现金流入/短期债务	9.36	8.26	8.83	11.19*
总债务/EBITDA	6.10	6.23	9.58	--
EBITDA 利息倍数	4.13	3.89	2.37	--

注：带*指标为年化数据。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年公司 EBITDA 进一步增加，但由于债务增速较快且部分投资项目亏损侵蚀利润，EBITDA 对债务本息的覆盖程度持续减弱。跟踪期内，公司经营活动现金流入能够对短期债务形成良好覆盖，短期资金周转能力较强。此外，公司货币资金较为充裕，近年来均可以完全覆盖同期末短期债务，能够对短期债务偿付形成较强支撑。

公司财务弹性极强，公开市场无信用违约记录

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保为 10.40 亿

元，系对联营企业重庆万利万达高速公路有限公司，被担保公司因仍处于运营初期，目前亏损；同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值 184.98 亿元，其中抵质押资产账面价值 184.26 亿元，系应收账款、特许经营权、长期应收款及在建商品房的抵质押；货币资金受限 0.72 亿元，系银行承兑汇票保证金。

公司与金融机构保持了良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，共获得各银行综合授信总额 740.50 亿元，其中未使用额度为 459.44 亿元，备用流动性较为充足。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2020 年 4 月 8 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司是中国交建的核心施工子企业之一，2019 年股东将中交隧道局注入公司，进一步提升了公司在隧道工程领域的竞争实力

公司是中国交建的核心施工子企业之一，多年来在业务承接、内部管理和注资等方面得到了股东的大力支持。2018 年 9 月，中国交建实施战略重组，将其原二级子企业中交隧道局并入中交一公局；2019 年 1 月以其持有的中交隧道局股权对公司增资 15.07 亿元，2019 年 5 月公司注册资本提升至 58.73 亿元。中交隧道局是国际领先的隧道施工企业，拥有各类盾构机 40 余台，累计建设隧道工程逾 200 项，建造的秦岭终南山隧道 2 号竖井创造了井径最大、井深最深、建设规模最大等多项世界纪录，参建的南京扬子江隧道工程，为世界上同类隧道中规模最大、长度最长、地质最复杂、水压最高的隧道。在轨道交通领域，中交隧道局累计承建 50 余项城市轨道交通工程，包括全球首例盾构隧道穿越磁

悬浮的上海地铁项目、全国首例“水下开挖”地铁车站的北京地铁项目、广州市首例盾构区间穿越珠江零事故的广州地铁项目等。中诚信国际认为，中交隧道局的并入大幅提升了公司在城市轨道交通、市政及铁路等领域的隧道工程施工能力，为其核心主业的进一步发展提供了有力支撑。

偿债保障措施

“18中公Y2”和“19中公Y1”本息的到期兑付由中国交建提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国交建是中国领先的交通基础设施建设企业，从成立至今有着60多年的工程项目实施经验，是中国最大的港口设计建设公司、世界领先的公路与桥梁设计建设公司、世界最大的疏浚公司；中国最大的国际工程承包公司、中国最大的高速公路投资商之一；拥有中国最大的民用船队。中国交建参与设计和建设了众多国家重点项目，代表性工程包括建国以来最大的水运建设工程长江口深水航道整治工程、中国最大的集装箱深水港洋山深水港项目、全球最长的跨海大桥港珠澳大桥等。在国内铁路建设市场，中国交建参与了哈大客专、京沪高铁、兰渝铁路等70多个国家重点铁路项目的施工任务。以中国交建为核心资产的中国交通建设集团有限公司是我国大型建筑央企，多年来保持了国务院国资委年度考核“14连A”的优异成绩，同时连续13年位列ENR全球最大国际承包商中企首位，是我国建筑业“走出去”的领军企业，2019年其在美国《财富》杂志评选的世界500强企业中位列第93位。

中国交建核心业务包括交通基础设施的设计、投资、建造业务和疏浚业务。截至2019年末，中国交建共拥有33项特级资质，包括9项港口与航道工程施工总承包特级资质、22项公路工程施工总承包特级资质、1项建筑工程施工总承包特级资质和1项市政公用工程施工总承包特级资质，资质完备且等级较高。2019年，中国交建新签合同额为9,626.83亿

元，当期末在手合同总金额为19,990.86亿元，极强的项目承揽能力和充足的项目储备能够为其业务的稳定经营提供有力支撑。

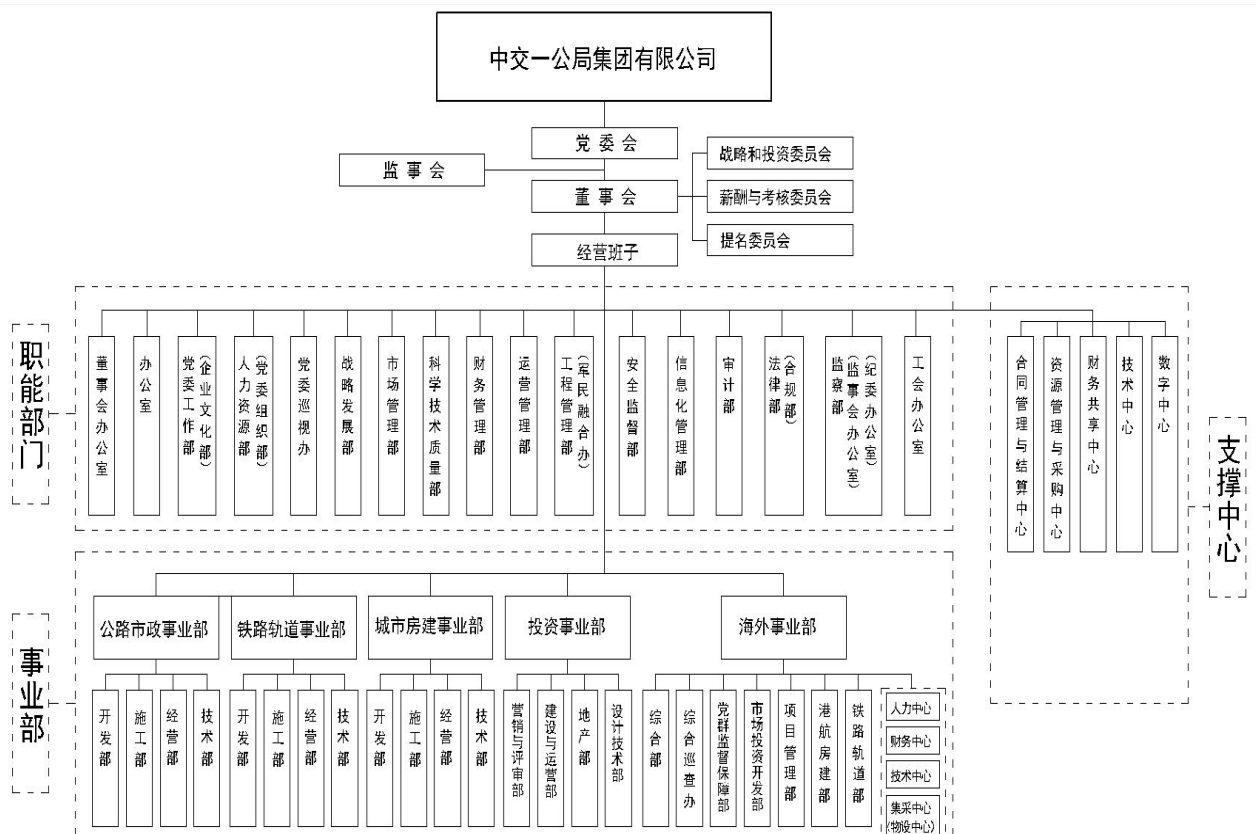
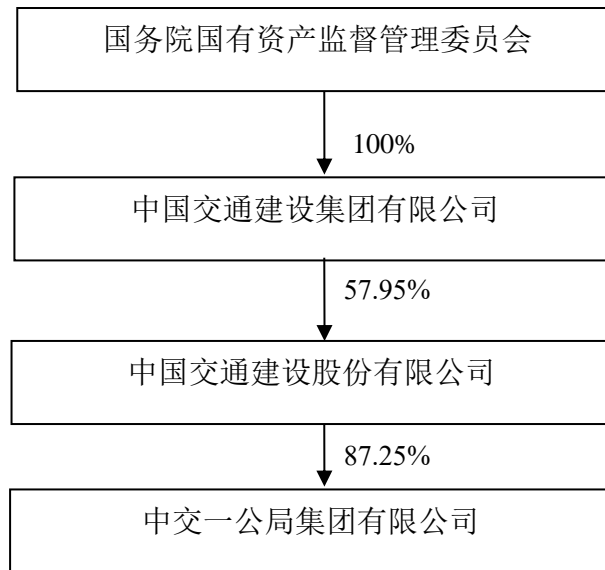
截至2019年末，中国交建总资产为11,203.99亿元，所有者权益为2,963.79亿元，资产负债率为73.55%；2019年实现营业总收入5,547.92亿元，净利润216.20亿元，经营活动净现金流59.31亿元。

2020年，中诚信国际维持中国交通建设股份有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。中诚信国际认为中国交建具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“18中公Y2”和“19中公Y1”按期偿还提供有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中交一公局集团有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“18中公Y2”和“19中公Y1”的信用等级为AAA。

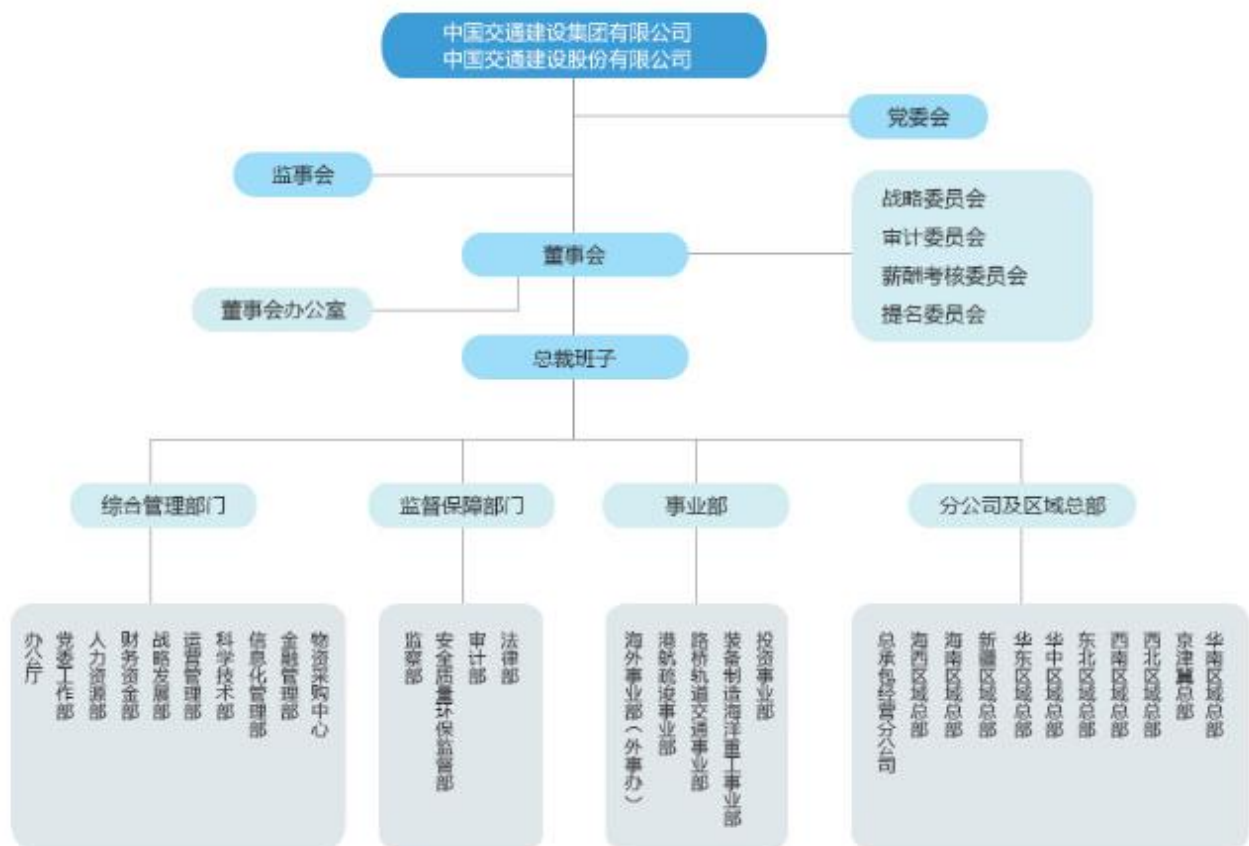
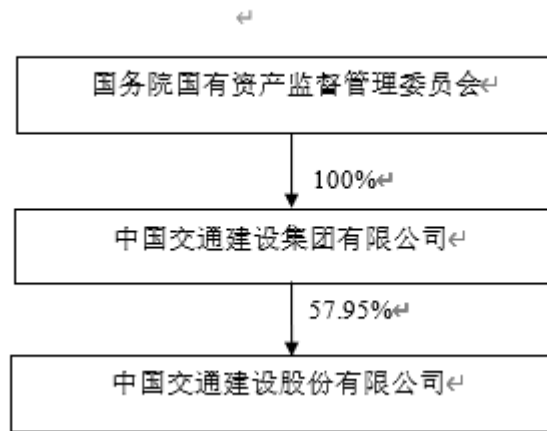
附一：中交一公局集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



注：中交集团对中国交建的直接持股比例为 45.39%，通过中国交通建设集团有限公司-非公开发行 2017 年可交换公司债券质押专户持有 12.56%，合计持股比例为 57.95%

资料来源：公司提供

附二：中国交通建设股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



注：中交集团直接持股比例为 45.39%，通过中国交通建设集团有限公司-非公开发行 2017 年可交换公司债券质押专户持有 12.56%，合计持股比例为 57.95%。

资料来源：公司提供

附三：中交一公局集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,183,046.91	1,098,191.11	1,688,050.39	1,320,891.13
应收账款净额	757,061.71	1,122,286.46	1,406,002.03	1,209,633.31
其他应收款	473,084.53	519,521.86	697,730.42	680,525.67
存货净额	1,273,609.51	1,164,636.64	1,968,285.04	2,281,131.65
长期投资	787,279.40	922,143.65	1,062,290.98	1,065,364.00
固定资产	253,427.81	250,056.34	352,086.27	348,103.27
在建工程	4,177.98	13,209.09	16,878.05	15,287.25
无形资产	1,013,771.33	1,097,774.99	2,269,792.61	2,091,544.70
总资产	8,133,178.41	9,299,202.60	14,228,352.85	14,281,827.41
其他应付款	367,002.99	472,290.60	751,886.25	957,312.62
短期债务	739,735.57	954,992.59	1,336,261.40	1,247,794.26
长期债务	1,059,405.26	1,232,953.58	2,906,941.44	3,274,651.29
总债务	1,799,140.83	2,187,946.16	4,243,202.84	4,522,445.55
净债务	616,093.92	1,089,755.06	2,555,152.45	3,201,554.41
总负债	6,823,731.28	7,710,511.52	11,892,038.53	11,914,261.45
费用化利息支出	52,568.79	77,193.06	154,442.40	--
资本化利息支出	18,902.36	13,184.35	32,711.42	--
所有者权益合计	1,309,447.13	1,588,691.07	2,336,314.32	2,367,565.96
营业总收入	6,050,458.66	7,380,736.30	10,251,383.78	2,075,652.27
经营性业务利润	238,978.41	257,486.93	240,734.78	35,113.72
投资收益	-34,942.39	-52,107.33	-88,513.06	-20,882.39
净利润	127,156.78	126,608.27	84,819.81	15,557.27
EBIT	218,024.98	246,122.45	285,570.77	--
EBITDA	294,957.85	351,319.96	442,792.65	--
经营活动产生现金净流量	755,184.89	10,824.77	531,985.50	-711,791.93
投资活动产生现金净流量	-1,330,466.74	-665,790.99	-880,196.82	-211,837.28
筹资活动产生现金净流量	664,369.06	579,561.64	667,234.60	557,271.60
资本支出	1,075,616.27	639,139.84	693,721.89	89,487.54
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	10.94	9.85	9.08	7.57
期间费用率(%)	6.77	6.15	6.50	5.75
EBITDA 利润率(%)	4.87	4.76	4.32	--
总资产收益率(%)	2.94	2.86	2.16	--
净资产收益率(%)	10.89	8.86	4.08	2.65
流动比率(X)	0.88	0.87	0.93	0.96
速动比率(X)	0.65	0.69	0.69	0.67
存货周转率(X)	4.41	5.89	5.20	3.61*
应收账款周转率(X)	7.96	7.77	7.16	6.28*
资产负债率(%)	83.90	82.92	83.58	83.42
总资本化比率(%)	57.88	57.93	64.49	65.64
短期债务/总债务(%)	41.12	43.65	31.49	27.59
经营活动净现金流/总债务(X)	0.42	0.00	0.13	-0.63*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.02	0.01	0.40	-2.28*
经营活动净现金流/利息支出(X)	10.57	0.12	2.84	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	35.29	-6.01	6.89	--
总债务/EBITDA(X)	6.10	6.23	9.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.37	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.13	3.89	2.37	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.05	2.72	1.53	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；3、带*指标已经年化处理。

附四：中国交通建设股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	13,432,108.19	13,436,818.66	12,543,888.47
应收账款净额	6,804,473.22	8,345,483.98	9,800,595.31
其他应收款	3,999,296.31	3,381,274.68	3,740,698.32
存货净额	13,011,326.78	12,797,458.56	15,883,370.86
长期投资	6,035,243.84	6,892,400.77	8,390,982.35
固定资产	4,441,530.14	4,879,786.72	4,710,049.93
在建工程	784,828.41	702,665.17	974,609.27
无形资产	16,259,323.63	19,198,560.05	22,655,584.64
总资产	85,023,528.24	96,047,608.56	112,039,949.29
其他应付款	3,904,672.45	4,793,223.28	5,110,833.56
短期债务	10,483,445.37	11,205,274.63	12,150,329.73
长期债务	17,779,804.93	21,494,046.77	26,301,120.97
总债务	28,263,250.30	32,699,321.39	38,451,450.69
净债务	14,831,142.11	19,262,502.73	25,907,562.22
总负债	64,429,352.21	72,079,390.81	82,402,018.50
费用化利息支出	1,064,307.44	1,067,808.51	1,383,453.96
资本化利息支出	268,529.25	255,646.34	198,356.00
所有者权益合计	20,594,176.03	23,968,217.75	29,637,930.79
营业总收入	48,280,434.16	49,087,212.83	55,479,236.53
经营性业务利润	2,524,287.93	2,583,717.05	2,803,676.18
投资收益	709,454.59	190,935.26	167,479.45
净利润	2,131,878.01	2,029,375.51	2,161,982.65
EBIT	3,719,635.24	3,612,712.72	4,054,808.54
EBITDA	4,709,505.55	4,625,936.08	5,277,538.35
经营活动产生现金净流量	4,274,146.12	909,807.27	593,126.01
投资活动产生现金净流量	-4,561,903.89	-5,031,201.90	-6,571,369.05
筹资活动产生现金净流量	2,430,860.81	3,863,084.19	5,092,329.33
资本支出	4,073,669.36	3,881,759.02	6,375,950.52
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	13.97	13.49	12.76
期间费用率(%)	8.47	7.93	7.46
EBITDA 利润率(%)	9.75	9.42	9.51
总资产收益率(%)	4.50	3.99	3.90
净资产收益率(%)	10.85	9.11	8.07
流动比率(X)	1.01	1.00	1.01
速动比率(X)	0.72	0.74	0.70
存货周转率(X)	3.18	3.29	3.38
应收账款周转率(X)	6.37	6.48	6.04
资产负债率(%)	75.78	75.05	73.55
总资本化比率(%)	57.85	57.70	56.47
短期债务/总债务(%)	37.09	34.27	31.60
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.03	0.02
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.41	0.08	0.05
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.21	0.69	0.37
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.60	-2.99	-4.32
总债务/EBITDA(X)	6.00	7.07	7.29
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.41	0.43
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.53	3.50	3.34
EBIT 利息保障倍数(X)	2.79	2.73	2.56

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。