

中国交通建设股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第一期、第二期）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：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 04 月 26 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0146 号

中国交通建设股份有限公司：

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“19 中交 G1”、“19 中交 G2”、“19 中交 G3”、“19 中交 G4”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

二零二零年四月二十六日

评级观点：中诚信国际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“19 中交 G1”、“19 中交 G2”、“19 中交 G3”、“19 中交 G4”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了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 年以来公司保持了在基建领域稳固的龙头地位，收入规模稳步提升，盈利能力保持在较好水平；畅通的融资渠道亦对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到海外业务存在一定不确定性以及债务规模较高且存在一定的项目投资压力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

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。

■ **基建领域龙头地位稳固，业务发展态势良好。**2019 年，公司 ENR 排名保持世界前列，当年新签合同额为 9,626.83 亿元，同比增长 8.06%，当期末在手合同总金额为 19,990.86 亿元，很强的项目承揽能力和充足的项目储备为业务的持续稳定增长奠定了基础。

同行业比较

2019 年部分建筑施工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）
中国铁建	17,455.82	8,304.52	9.64	49.91	5.10	199
中国交建	9,626.83	5,547.92	8.07	56.47	6.79	166
中国中冶	7,506.47	3,386.38	6.90	49.92	7.09	231

注：“中国铁建”为“中国铁建股份有限公司”简称；“中国中冶”为“中国冶金科工股份有限公司”简称。总债务/EBITDA 指标为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券情况

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）	存续期
19 中交 G1	AAA	AAA	30.00	2019/07/26~2024/7/26 (3+2)
19 中交 G2	AAA	AAA	10.00	2019/07/26~2026/7/26 (5+2)
19 中交 G3	AAA	AAA	20.00	2019/08/15~2024/8/15 (3+2)
19 中交 G4	AAA	AAA	20.00	2019/08/15~2029/8/15

■ **收入规模稳步提升，盈利能力保持在很好水平。**近年来公司收入规模稳步提升，2019 年营业总收入进一步增至 5,547.92 亿元。同时盈利能力仍保持在很好水平，当期实现净利润 216.20 亿元，净资产收益率 8.07%。

■ **融资渠道保持畅通。**作为 A+H 股上市公司，公司股权融资渠道畅通；同时与金融机构保持着良好的合作关系，截至 2019 年末未使用授信额度为 8,776.35 亿元，具备极强的财务弹性。

关注

■ **海外业务面临一定不确定性。**公司海外业务保持较大规模，截至 2019 年末，在建对外承包项目共计 963 个，总合同额约为 1,304 亿美元，其可能面临一定的政治、法律、汇率、政策波动等风险。

■ **债务规模较高且存在一定项目投资压力。**近年来投资类业务的快速发展推高了公司的债务水平，截至 2019 年末总债务达 3,845.15 亿元，且在手项目未来仍有较大规模的资金支出，存在一定的投资压力。

评级展望

中诚信国际认为，中国交通建设股份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；工程回款明显弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期；海外业务发生重大风险。

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。

募集资金使用用途

中国交建经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]1024号”批复核准，获准向合格投资者公开发行面值总额不超过200亿元（含200亿元）的公司债券。

中国交建于2019年7月24日公开发行了40亿元的公司债券（品种一债券简称为“19中交G1”、品种二债券简称为“19中交G2”），根据公司公告的《中国交通建设股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）募集说明书》，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。截至2019年末，“19中交G1”、“19中交G2”募集资金已按计划全部使用完毕。

中国交建于2019年8月13日公开发行了40亿元的公司债券（品种一债券简称为“19中交G3”、品种二债券简称为“19中交G4”），根据公司公告的《中国交通建设股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）募集说明书》，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还“09中交G2”公司债券。截至2019年末，“19中交G3”、“19中交G4”募集资金已按计划全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作

用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国宏观经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

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为基建稳增长提供重要动能

2018 年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP 项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至 3.8%。2019 年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019 年下半年来国家陆续出台相关鼓励政策。6 月，中共中央、国务院印发《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》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9 月，国务院常务会议提出要提前下达 2020 年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11 月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调 5 个百分点；同月，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对基建施工企业的稳健发展提供支撑。

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。

作为中国领先的交通基建企业，2019 年公司新签合同额持续增长，核心基建业务稳步发展

公司系港口设计建设、公路与桥梁设计建设以及疏浚领域世界领先的企业，2019 年在各核心业务领域保持着领先的优势，通过完善的市场布局以及市场深耕保持了稳定的业务发展，2019 年新签合同额同比增长 8.06%。截至 2019 年末在手合同额为 19,990.86 亿元，充足的项目储备能够为公司的可持续发展提供强有力支撑。

表 1：近年来公司新签合同额情况（单位：亿元）

业务类型	2017	2018	2019
基建建设	7,830.44	7,709.94	8,519.24
基建设计	375.28	490.87	475.09
疏浚业务	484.95	569.83	527.83
装备制造	196.46	-	-
其他	113.07	138.09	104.67
合计	9,000.20	8,908.73	9,626.83
其中：海外	2,255.85	1,590.13	1,958.30

注：2017 年上海振华重工（集团）股份有限公司（以下简称“振华重工”）股权转让后，原装备制造业务板块除振华重工之外的业务转入其他业务板块。

资料来源：根据公开资料整理

基础设施投资建设是公司的核心主业，随着国家城镇化进程持续推进，公共设施管理业、道路运输业等固定资产投资的快速增长、PPP 等投融资模式的推广以及“一带一路”倡议等为公司经营发展带来了有利的外部环境，公司通过完善的经营布局抓住市场机遇，在巩固传统市场份额前提下持续培育新兴市场，2019 年公司基建建设业务新签合同额

大幅增长，同比增加 18.6%，截至 2019 年末该板块在手合同额 18,103.47 亿元，充足的项目储备能够为公司的可持续发展提供强有力支撑。

2019 年公司加大市政环保工程的业务拓展力度，基建建设业务结构有所调整

基建建设业务是公司最主要的收入来源，业务主要包括在国内及全球兴建港口、道路、桥梁、铁路、隧道、轨道交通、机场及其他交通基础设施的投资、设计、建设、运营与管理等。按照项目类型划分，具体包括港口、道路与桥梁、铁路、市政与环保工程等。

表 2：近年来公司基建建设业务新签合同情况（单位：亿元）

业务类型	2017	2018	2019
港口建设	296.77	272.84	284.05
道路与桥梁建设	2,981.40	3,175.34	2,726.22
铁路建设	154.87	86.78	169.41
市政环保工程	2,309.29	2,664.66	3,461.72
海外工程	2,088.11	1,510.32	1,877.84
合计	7,830.44	7,709.94	8,519.24

资料来源：根据公开资料整理

道路与桥梁建设方面，公司是中国最大的道路及桥梁建设企业之一，在高速公路、高等级公路以及跨江、跨海桥梁建设方面具有明显的技术优势和规模优势。2019 年新签合同额同比下降 14.14%，主要由于国内公路大规模骨干高速网已经基本建成，发展速度较前期有所放缓，市场空间收窄。

市政与环保工程方面，继京津冀协同发展、长江经济带后，粤港澳大湾区、长三角一体化、黄河流域生态保护和高质量发展相继上升为国家战略，新领域基建项目建设需求增加。公司积极参与轨道交通、城市综合管网、机场等城市基础设施建设，同时加快生态环保、水环境治理等新兴产业布局，在传统交通基础设施建设业务外积极培育新的业务增长点。市政环保工程是公司产业转型和业务结构调整的重要着力点。公司通过投融资带动等方式加大市政环保类项目的获取力度，新签合同额大幅上升。2019 年新签合同额同比增长 29.91%。中诚信国际认为，中国城镇化建设潜力仍在，综合管廊、生态环保、轨道交通、海绵城市等新兴建设需求能

够给市政环保工程市场提供良好支撑，公司凭借在交通基础设施建设领域积累的项目经验、技术能力和市场知名度，能够为其从传统的交通基础设施承包商向基础设施综合建设商的转变提供有力支撑。

表 3：2019 年以来公司承揽的国内重大基建建设项目
 (单位：亿元)

项目名称	合同金额
港口建设	
广州港南沙港区四期工程水工土建工程项目	23.57
江西省万安县枢纽二线船闸主体土建工程 W1 标段	16.48
河南省沙颍河周口至省界航道升级改造工程 PPP 项目	15.68
道路与桥梁建设	
广西省玉林浦北至北流高速公路 BOT 项目	144.26
贵州省铜仁市沿河经印江至松桃高速公路项目	96.79
四川省天府新区至邛崃高速公路项目	53.68
铁路建设	
安徽省池州至黄山高速铁路站前工程 4 标段	27.47
新建江苏省南沿江城际铁路站前工程 NYJZQ-5 标段	26.28
新建江苏省南沿江城际铁路站前工程 NYJZQ-9 标段	25.74
市政环保	
成都市简州新城城市综合开发运营项目	179.96
山东省临沂经济技术开发区新旧动能转换东部生态示范园城市综合开发项目	174.78
天津地铁 11 号线一期工程 PPP 项目	92.34

资料来源：根据公开资料整理

2019 年公司积极拓展新领域基础建设项目，PPP 项目新签合同额上升，但 PPP 项目投资规模大，回款周期长等特点或将给项目后期运营效益带来较大不确定性

近年来，公司积极以 BT、BOT、PPP 等投融资建设模式拓展基建市场。2019 年以城市综合开发、生态环保、文旅康养、多式联运为代表的一批新领域基建项目建设需求增加，公司积极应对政策调整，把控投资规模，优化投资结构，来自于 PPP 投资类项目确认的合同额为 2,003.81 亿元，其中 BOT 类项目、政府付费项目、城市综合开发项目的确认的合同额分别是 277.38 亿元、1,178.21 亿元和 548.22 亿元，分别占 PPP 投资类项目确认合同额的 14%、59%和 27%。截至 2019 年末，公司政府付费类投资项目累计签订合同额为 5,016.07 亿元，累计完成投资金额为 1,741.39.17 亿元，累计收回资金为 578.18 亿元；城市综合开发类项目累计签订合同预计投资

额 3,078.65 亿元，累计完成投资金额 776.17 亿元，已实现销售金额为 650.23 亿元，实现回款为 471.89 亿元；BOT 类项目累计签订合同投资概算为 4,276.40 亿元，累计完成投资金额为 2,166.26 亿元，尚未完成投资金额为 2,110.14 亿元，进入运营期的特许经营权类项目 20 个，2019 年实现运营收入 63.22 亿元，净亏损 26.14 亿元。但同时中诚信国际关注到 PPP 项目具有投资规模大、建设及运营周期长、退出机制不完善等特点，项目运营相比于传统施工面临更大的成本风险、收款风险和项目运营风险，在监管从严、政策收紧的情况下，或使公司面临较大的资本支出压力，中诚信国际也将对公司投资业务发展情况保持关注。

表 4：近年来公司承揽 PPP 项目合同情况 (单位：亿元)

	2017	2018	2019
PPP 项目新签合同额	1,890.92	1,523.25	2,003.81
预计可承接建安合同额	2,775.08	2,397.14	1,794.87

注：参股项目按照股权比例确认相应合同额。

资料来源：根据公开资料整理

2019 年受沿海港口及内河航道建设市场需求增长有限等因素影响，公司基建设计业务新签合同有所下降

公司基建设计业务范围包括咨询及规划服务、可行性研究、勘察设计、工程顾问、工程测量及技术性研究、项目管理、项目监理以及行业标准规范编制等。公司是中国最大的港口设计企业，曾主持设计了国内主要沿海港口；此外，公司在公路、桥梁及隧道相关设计业务领域亦具有很强的竞争优势，尤其擅长高速公路、高等级公路及特大型桥梁的勘察、设计。截至 2019 年末，公司拥有工程咨询勘察设计资质 200 余个，其中工程设计综合甲级资质 8 个；下辖基建设计类子公司 10 家，是中国最大的基础设施设计企业集团。

2019 年，在西部高速公路“补短板”机遇下，公司承接了一系列中西部地区高速公路路段勘察设计项目，以及高速公路 PPP 投资类项目对应的设计工程；但受制于沿海港口及内河航道建设市场需求增长空间仍然有限，港航基建设计需求减少等因

素影响，全年基建设计业务新签合同同比下降 3.21%，截至 2019 年末，基建设计业务在手合同金额为 850.62 亿元。

2019 年环保政策持续从严，国家严格管控围填海对疏浚吹填业务产生一定影响，新签合同规模有所下降，为此公司积极开拓生态环境类业务以及海外市场的拓展，培育新的业务增长点

公司疏浚业务竞争优势突出，目前全国仅有的 14 项港口与航道工程施工总承包特级资质中，公司占据 9 项，在相对封闭的中国疏浚市场中具有明显的竞争优势。2019 年公司新建 2 艘专业大型船舶加入公司疏浚船队。截至 2019 年末，公司拥有中国最大的疏浚船队，疏浚产能按照标准工况条件下约 7.86 亿立方米，耙吸船总仓容量和绞吸船总装机功率等均居世界第一。

环保政策持续从严，国家严格管控围填海对疏浚吹填业务产生一定影响。2019 年公司疏浚业务新签合同同比下降 7.37%。截至 2019 年末，公司在执行未完成合同金额为 950.17 亿元。对此，公司一方面对接服务国家重大战略部署，积极寻求突破，签约实施长江口 2019~2021 年航道维护 A 标段维护项目、京杭运河枣庄段二级航道整治项目等内河航道工程，巩固了公司在传统业务领域的主导地位。另一方面，深入分析市场环境和公司资源能力，积极引领拓展生态环境类业务，重庆、宜昌、九江、芜湖等多地生态治理项目落地。同时，公司努力践行海外发展战略，完成海外区域中心结构调整、转型升级。

表 5：2019 年以来公司承揽的重大疏浚项目（单位：亿元）

项目名称	合同金额
浙江省舟山千岛中央商务区基础设施建设工程 EPC 项目	76.72
江苏省盐城市区第 III 防洪区水环境综合治理 PPP 项目	31.34
河南省灵宝市城市河流水系景观综合治理 PPP 项目	17.73
江苏省泰兴经济开发区污水处理和生态环境提升 PPP 项目	15.35
广东省东莞市水生态建设五期二标段项目	15.00

资料来源：根据公开资料整理

2019 年公司积极开拓海外市场，新签合同大幅上涨，

但海外风险因素较难控制，国际工程业务依然面临一定的经营风险

公司自 1980 年进入国际基建市场，海外基建业务主要通过 CCCC（中国交建）、CHEC（中国港湾）、CRBC（中国路桥）三大经营体系展开。

在海外业务的承揽方面，公司采取现汇、框架、投资及园区建设多渠道拓展策略。现汇类项目方面，公司以传统工程承包投标、竞标方式获取，秉承海外业务“区域化、属地化、专业化”发展思路，建立了超过 200 个境外机构，各境外机构对所属区域市场进行跟踪和维护，为海外项目的承接提供有力支撑，目前，公司现汇类项目占海外工程的比重约为 60%。随着国家“一带一路”倡议的深入落地，公司积极参与国家两优贷款等框架类建设项目，该类项目资金支付较有保证，能够有效降低海外业务的经营风险，当前占比约为 30%。此外，公司亦稳妥推进投资、园区建设等海外工程承包模式，打造多元化的业务经营体系。

2019 年，公司面对全球风险挑战明显上升的复杂严峻局面，面向全球市场，多项目开拓，中标新加坡大士污水处理厂项目，承揽哥伦比亚最大项目波哥大地铁一号线 PPP 项目。海外工程新签合同额同比增长 24.33%，新签合同额在 3 亿美元以上项目 21 个，占全部海外新签合同额的 60%。

截至 2019 年末，公司共在 139 个国家和地区开展业务，其中在建对外承包工程项目共计 963 个，总合同额约为 1,304 亿美元。**中诚信国际注意到**，公司海外项目所处区域的政治、经济、政策环境可能发生波动，或将影响项目的推进速度；不同国别在合同条款的履行上可能存在商业习惯和法律定义的定义的差异，海外项目的合同履行或不及预期。此外，海外收入的提升也会增加汇率波动带来的相关风险，中诚信国际将对公司海外业务的开展及结算情况保持关注。

表 6：2019 年以来公司承揽的重大海外项目（单位：亿元）

项目名称	合同金额
哥伦比亚波哥大地铁一号线 PPP 项目	332.39
澳大利亚悉尼西环城高速第 3B 标段	94.07

孟加拉 Payra 港煤/散货码头项目	71.79
香港国际机场第三跑道系统-填海拓地工程项目	66.26
澳大利亚维州奇泽姆路监狱	44.35

资料来源：根据公开资料整理

财务分析

以下分析基于公司提供的安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

受市场竞争加剧和成本上涨影响，2019年公司盈利能力增速减慢，EBITDA 利润率和净资产收益率略有下降，但仍处于行业较好水平

营业毛利率方面，由于基建建设业务在营业总收入中所占比例很大，因此公司的营业毛利率受基建建设业务毛利率波动的影响较大。具体来看，近年来基建建设业务毛利率受分包规模和材料成本上升等因素影响逐年下降，但处于行业中优秀水平。公司基建设计业务盈利能力较强，但受行业竞争加剧以及业务结构变化影响，2019年呈现持续下降趋势。疏浚业务板块受市场需求变化以及分包规模和材料成本上升，毛利率整体亦呈波动下降态势。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
基建建设	12.36	12.24	11.68
基建设计	23.84	21.10	19.20
疏浚业务	13.40	14.42	13.04
其他	7.49	9.58	6.71
营业毛利率	13.97	13.49	12.65

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用随业务规模扩大呈现增长趋势，但受益于管控能力改善，期间费用率呈现下降趋势。从期间费用结构来看，管理费用占比较高，主要由职工薪酬等人员费用和研发费用组成；且近年来研发费用投入随营收规模的扩大而逐年增加。公司财务费用规模有所波动，其中2019年利息收入大幅增长，主要系PPP项目利息收益增加。

利润总额方面，经营性业务利润为利润总额的重要组成部分，近年持续增长。但以坏账损失和存货跌价损失为主的资产减值损失（含信用减值损失，下同）对公司利润造成一定侵蚀，其中2018年大幅下降主要系上年转让振华重工股权后不包含其相应数据，2019年规模增加主要系随业务正常开展应收款项及存货计提的坏账准备增加所致。受上述因素影响，2019年公司利润总额略有上升，但增速减缓。受市场竞争加剧和成本上涨影响，2019年公司盈利能力增速有所减慢，EBITDA 利润率和净资产收益率略有下降，但仍处于行业较高水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
销售费用	9.94	11.77	11.58
管理费用	303.21	312.41	343.26
财务费用	95.82	65.06	59.31
期间费用合计	408.97	389.24	414.15
期间费用率(%)	8.47	7.93	7.46
经营性业务利润	252.43	258.37	280.37
资产减值损失	56.93	27.93	44.38
公允价值变动收益	-0.85	-2.48	7.93
投资收益	70.95	19.09	16.75
营业外损益	-0.84	2.72	1.21
利润总额	265.53	254.49	267.14
EBITDA 利润率	9.75	9.42	9.51
净资产收益率	10.85	9.11	8.07

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：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司资产及负债随生产经营规模的扩大逐年增长，受益于所有者权益规模的增加，资本结构保持相对平稳

近年来随着生产经营规模持续扩大，公司规模稳定增长。从资产结构来看，受基建投资建设规模扩大的影响，流动资产占比逐年下降，2019年末占总资产比重为47.19%；其中货币资金、以应收工程款为代表的应收账款、以已完工未结算款为代表的存货（含合同资产，下同）占比较高，近年来上述四项科目合计金额占流动资产的比重均保持在85%左右。跟踪期内公司经营效率与上年基本持平，2019年公司营业周期为166天，处于行业较好水平。此外，随着PPP等投融资建设模式项目量的

增加，以应收工程款及工程各类保证金、PPP项目应收款为代表的长期应收款和以特许经营权为主的无形资产持续增加，使得公司的非流动资产规模快速上升。2019年末公司非流动资产进一步增至5,916.30亿元，占资产总额比重升至52.81%。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	1,343.21	1,343.68	1,254.39
应收账款	680.45	834.55	959.33
存货	1,301.13	1,279.75	1,588.34
流动资产合计	4,495.45	4,815.02	5,287.69
长期应收款	1,096.01	1,148.06	1,736.71
无形资产	1,625.93	1,919.86	2,235.01
非流动资产合计	4,006.90	4,789.74	5,916.30

注：存货中包含合同资产。

资料来源：公司财务报表，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。近年来，经营性流动负债的攀升亦推高了公司的负债规模。公司流动负债占比保持在60%以上，以预收工程款为代表的预收款项（含合同负债，下同）以及对原材料厂商和下游分包商在工程结算上的资金占用为代表的应付账款为主要构成；其中，很强的议价能力使得公司应付账款保持高位，占流动负债的比重维持在60%左右。债务融资方面，PPP投融资建设项目的扩大使得公司有息债务规模有所增长，有息债务水平增长较快。

所有者权益方面，受益于未分配利润的积累、PPP项目公司吸收投资使得少数股东权益上升、公司本部及子公司发行永续中期票据、可续期公司债等类权益融资工具，公司所有者权益规模快速增长。受此影响，公司资产负债率和总资本化比率呈下降态势，2019年末分别下降至73.55%和56.47%。但若将永续债计入债务，2019年末公司的资产负债率和总资本化比率将分别为77.90%和63.63%。

表 10：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
短期借款	617.87	453.58	506.85
应付账款	1,955.52	2,148.41	2,396.89
预收款项	884.68	819.53	828.08
流动负债合计	4,467.11	4,798.70	5,260.16

长期借款	1,544.32	1,938.26	2,287.64
非流动负债合计	1,975.83	2,409.24	2,980.05
负债合计	6,442.94	7,207.94	8,240.20
资本公积	254.85	250.54	310.02
其他权益工具	194.31	244.26	304.23
少数股东权益	246.71	425.04	662.26
所有者权益合计	2,059.42	2,396.82	2,963.79
资产负债率	75.78	75.05	73.55
总资本化比率	57.85	57.70	56.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年经营活动现金流入规模快速上升，对短期债务偿还提供了一定保障，但因经营活动付现支出增大，经营活动净流入规模有所下降

经营活动净现金流受新开工项目前期投入和完工项目结算时间的影响较大，近年维持净流入态势。2019年因工程材料、人工等付现支出比例增大影响，经营活动净流入规模下降较大。投资活动净现金流敞口逐年扩大主要系对随PPP投资类项目发展，较长期的投资类项目相应的无形资产、长期应收款等投资支出增加所致。筹资活动方面，因业务规模的快速增长，债务融资已成为公司获得业务发展所需资金的主要方式。近年始终保持在较高规模，能够为其投资业务提供较好支撑。2019年经营留存资金减少，投资规模上升，融资规模随之上涨。

从偿债指标情况来看，受益于经营规模的扩大，公司EBITDA近年来整体呈增长趋势，对利息支出的覆盖能力较好；但PPP投融资建设项目的增加使得近年来公司债务规模持续上升。EBITDA对其保障能力下降。2019年公司经营活动现金流入规模快速上升，对短期债务偿还亦提供了一定保障。同时，中诚信国际也注意到施工业务规模的扩大、投融资建设项目的推进或将进一步推动债务规模增长，公司负债水平依然面临上升压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	427.41	90.98	59.31
投资活动净现金流	-456.19	-503.12	-657.14
筹资活动净现金流	243.09	386.31	509.23
货币资金	1,343.21	1,343.68	1,254.39
总债务	2,826.33	3,269.93	3,845.15
短期债务	1,048.34	1,120.53	1,215.03

长期债务	1,777.98	2,149.40	2,630.11
经营活动现金流入/短期债务	4.44	4.19	4.29
总债务/EBITDA	6.00	7.07	7.29
EBITDA 利息倍数	3.53	3.50	3.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司财务弹性良好，受限资产在一定程度上降低了资产对其它债务的保障能力，对外担保比例不高

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 2,131.67 亿元，占总资产比重为 19.03%，其中无形资产 1,708.30 亿元，主要系取得项目贷而进行收益权质押；受限货币资金 43.05 亿元。

银行授信方面，公司目前与金融机构保持着良好的合作关系，截至 2019 年末银行授信总额为 19,964.89 亿元，未使用授信额度为 8,776.35 亿元；同时，作为 A+H 股上市公司，股权融资渠道畅通，具备极强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司未决诉讼或仲裁为 12.01 亿元，公司计提预计负债 1.20 亿元；同期末公司及下属子公司对外担保余额合计 29.51 亿元，主要为合作的联营企业担保。此外公司为商品房承购人提供阶段性的抵押贷款担保，金额合计 39.94 亿元，代偿风险不大。

表 12：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
佛山市中交保利房地产有限公司	10.81
重庆万利万达高速公路有限公司	7.20
贵州瓮马铁路有限责任公司	5.59
重庆万利万达高速公路有限公司	2.00
重庆铜永高速公路有限公司	1.56
重庆万利万达高速公路有限公司	1.20
重庆忠都高速公路有限公司	1.12
首都高速公路发展有限公司	0.03
合计	29.51

资料来源：公司提供

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，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 17 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

公司作为骨干央企，在模式创新、科学研究、信用背书、融资渠道等诸多方面均获得政府的大力支持

以中国交建为核心资产的中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）连续 11 年入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2019 年位列第 93 位。此外，中交集团自 1992 年起连续进入《美国工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2019 年 ENR 公布的工程承包商排名中，中交集团的全球业务和国际业务分别排名第 4 位、第 3 位，其中国际业务在上榜中国企业中排名首位。

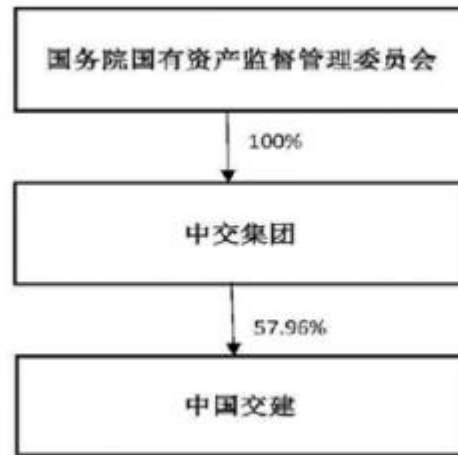
中国交建在模式创新、科学研究、信用背书等诸多方面获得了政府的大力支持。中国交建 2019 年在国务院国资委对中央企业经营业绩考核中连续 14 年为 A 级；国务院国资委党建责任制考核连续获评 A 级；连续 13 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中资企业首位；位居世界 500 强排名第 93 位。

作为大型建筑央企，中国交建一直以来都能得到各金融机构的大力支持，截至 2019 年末，公司未使用授信额度为 8,776.35 亿元，备用流动性充裕。此外，公司作为 A+H 股上市公司，股权融资渠道畅通。总体来看，公司债务和权益融资能力均极强，为业务的发展提供了有力支持。

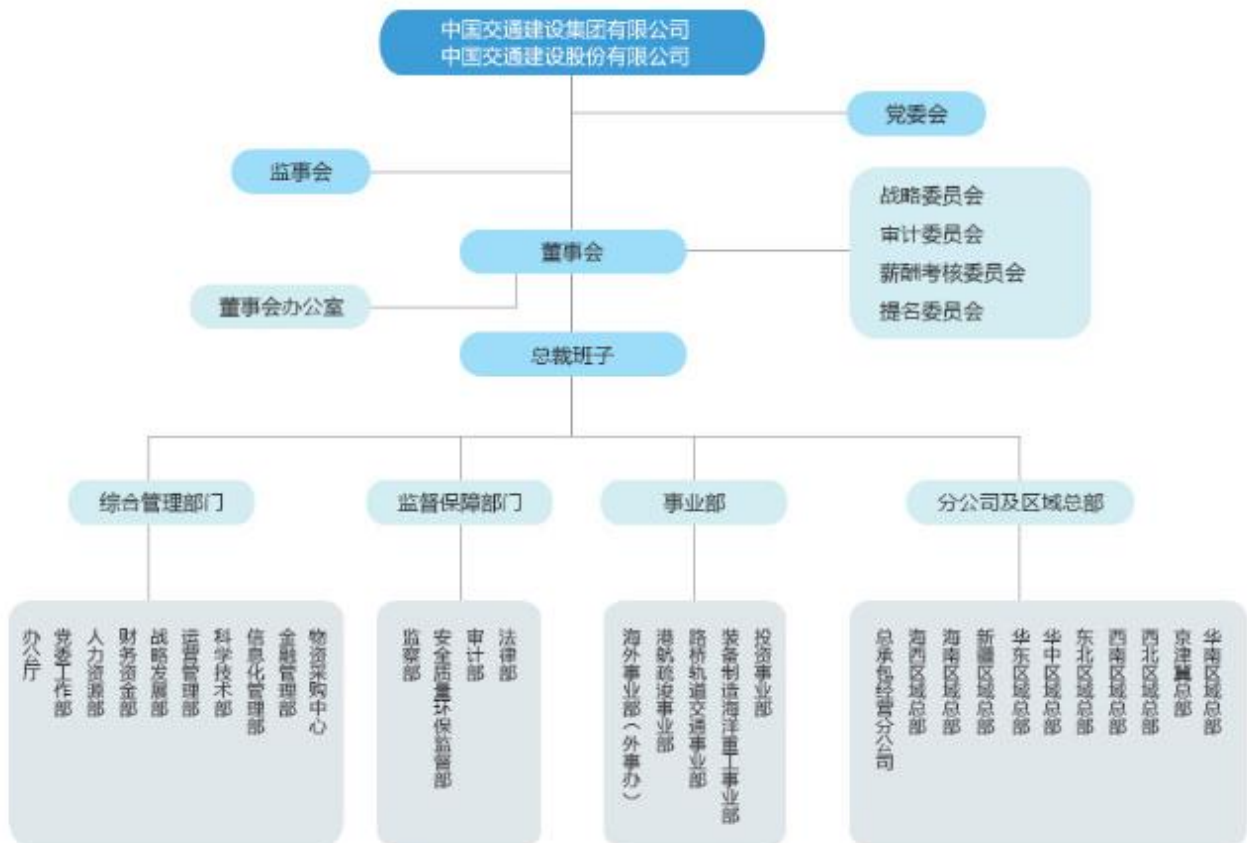
评级结论

综上所述，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；维持“19 中交 G1”、“19 中交 G2”、“19 中交 G3”、“19 中交 G4”的信用等级为 **AAA**。

附一：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 45.394%，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 12.564%，合计持股比例为 57.96%。



资料来源：公司提供

附二：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。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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/交易性金融负债+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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-应付账款平均净额×360天/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
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	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-税金及附加-期间费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=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
	FCF	=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）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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”。

附四：信用等级符号及定义

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。