

中电建路桥集团有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行永续期公司债券（第二期）信用评级报告

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：赵粲钰 cyzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 11 月 20 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 and 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]4660D 号

中电建路桥集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“中电建路桥集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十一月二十日

发行要素

发行主体	本期发行规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
中电建路桥集团有限公司	不超过 15 亿元	基础期限为 2 年，在每个约定的周期末附公司续期选择权	若公司不行使递延支付利息权，本期债券每年付息一次；若在某续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日为本期债券的兑付日	劣后于公司普通债务	偿还有息债务

评级观点：中诚信国际评定中电建路桥集团有限公司（以下简称“电建路桥”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中电建路桥集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了我国城镇化建设提速及投融资建造模式的快速发展将为公司带来良好的发展机遇，同时控股股东实力雄厚，对公司支持力度很大、自身项目储备充足，融资渠道畅通等对公司信用实力提供的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到未来投资规模较大，债务水平或将持续上升、盈利水平有所下滑等因素对其未来经营和整体信用实力的影响。

概况数据

电建路桥（合并口径）	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	1,015.46	1,299.96	1,548.99	1,694.50
所有者权益合计（亿元）	232.46	288.01	342.23	348.14
总负债（亿元）	783.00	1,011.95	1,206.76	1,346.36
总债务（亿元）	598.25	781.99	922.00	1,046.88
营业总收入（亿元）	272.96	295.16	324.54	103.02
净利润（亿元）	11.06	11.36	9.36	0.99
EBIT（亿元）	25.64	39.55	38.03	--
EBITDA（亿元）	27.47	45.23	45.89	--
经营活动净现金流（亿元）	17.19	19.55	38.50	-2.39
营业毛利率(%)	7.98	12.37	12.72	16.58
总资产收益率(%)	3.04	3.42	2.67	--
资产负债率(%)	77.11	77.85	77.91	79.45
总资本化比率(%)	72.02	73.08	72.93	75.04
总债务/EBITDA(X)	21.78	17.29	20.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.85	1.19	1.05	--

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

正面

■ **我国城镇化建设提速将为公司带来良好的发展机遇。**伴随着我国城镇化进程的快速推进，中国城市化率的提升将对基础设施建设产生持续需求，为公司业务发展创造良好的外部环境。

■ **控股股东实力雄厚，对公司支持力度很大。**公司控股股东中国电力建设股份有限公司（以下简称“电建股份”）是大型建筑央企，具有极强的竞争力。公司在体系内以投融资带动工程总

承包的战略地位决定了其能够获得电建股份在技术、人才、项目以及资金等多方面的持续支持。

■ **项目储备充足。**受益于竞争类项目的拓展，公司新签合同额保持在较大规模，整体项目储备充足，可为其后续经营发展提供一定支撑。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年 6 月末，公司共获得各银行综合授信额度 2,702.64 亿元，其中未使用额度 1,734.80 亿元，具有极强的财务弹性。

关注

■ **未来投资规模较大，债务水平或将持续上升。**随着投资的推进，公司债务水平持续上升。公司目前在手投资类项目较多，未来仍有较大规模投资支出，且项目建设所需资金以外部融资为主，随着项目的推进，其债务水平或将持续上升。

■ **2019 年以来盈利下滑。**受参股 BOT 项目亏损等因素的影响，公司 2019 年盈利水平有所下滑；2020 年上半年，由于新冠肺炎疫情期间高速公路免收通行费等，公司利润较上年同期大幅下降。

评级展望

中诚信国际认为，中电建路桥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。**投融资项目运营和回款状况显著不及预期，债务规模过度扩张导致流动性压力加剧；股东支持明显弱化等。

同行业比较

2019 年部分建筑投资平台企业主要指标对比表						
公司名称	债务总额（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	实收资本（亿元）	净利润（亿元）
中交投资	456.81	966.89	67.33	59.12	105.51	24.22
中国铁建投资	683.69	1,205.77	77.81	71.87	120.67	9.79
电建路桥	922.00	1,548.99	77.91	72.93	90.00	9.36

注：“中交投资”为“中交投资有限公司”简称；“中国铁建投资”为“中国铁建投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

中电建路桥集团有限公司原名中国水电建设集团路桥工程有限公司，于 2004 年 4 月经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批准成立，并于 2006 年 4 月登记注册，由中国水利水电建设集团公司（后改制为“中国电力建设集团有限公司”，以下简称“电建集团”）、中国水电建设集团十五工程局有限公司等 5 家工程局和中国华瑞投资控股有限公司共同发起。2009 年，电建股份成为公司控股股东；2014 年公司更为现名。公司作为电建股份系统内负责基础设施投资建设的专业平台公司，主要从事基础设施投资建设业务。截至 2020 年 6 月末，公司拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程和建筑工程施工总承包壹级、桥梁、隧道、公路路基、公路路面工程专业承包壹级资质以及工程设计公路行业甲级等相关资质。

产权结构：公司自成立以来，经过股东增资、市场化债转股等，资本实力不断提升。截至 2020 年 6 月末，公司实收资本为 90.00 亿元，其中电建股份直接持股 39.52%，系公司控股股东，并通过中国水利水电第四工程局有限公司等控股子公司间接持有公司 46.91% 股权。公司最终控制人为国务院国资委。

本期债券概况

公司本期可续期公司债券发行规模不超过 15 亿元。本期债券基础期限为 2 年，在每个约定的周末附公司续期选择权，于公司行使续期选择权时延长 1 个周期，并在不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券以 2 个计息年度为一个重定价周期，首个定价周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为网下询价日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率

算数平均值（四舍五入到 0.01%）；初始利差为首个定价周期的票面利率与初始基准利率之间的差值，并在后续重置票面利率时保持不变。如果公司行使续期选择权，则后续定价周期票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在后续定价周期内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算数平均值（四舍五入到 0.01%）。此后每个重定价周期重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定（即票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps）。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

本期债券设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；（2）减少注册资本。

公司在以下两种情况下有权赎回本期债券：（1）由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候；（2）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时。

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务；募集资金拟用于偿还公司有息债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8-9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下

几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，

“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

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年下半年以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。

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

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。

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。

业务运营

公司作为电建股份系统内负责基础设施投资建设的专业平台公司，在体系内承担着以投资引领施工总承包业务发展的重要任务。公司收入主要来自工程承包业务，其中投资类业务收入贡献保持在 75% 以上。竞争类项目主要为传统的工程总承包项目，公司在其中仅对项目履约进度进行监督并作出年度评价，具体建设工作由电建股份下属其他工程局实施，利润主要来自向各施工单位收取的管理费。随着基础设施投资建设业务的推进和运营路产收入的增长，近年来公司营业总收入保持增长态势。2020 年上半年，受疫情影响，各项目复工有所延迟，且高速公路自 2 月 17 日至 5 月 5 日免收通行费，使得公司营业总收入同比降幅较大。

表 1：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

营业收入	2017	2018	2019	2020.1~6
工程承包	268.18	278.79	301.43	95.55

其中：投资类	215.58	228.50	256.56	77.64
竞争类	52.60	50.30	44.87	17.92
勘测设计	0.50	0.34	0.19	0.01
其他	4.28	16.03	22.92	7.45
营业总收入	272.96	295.16	324.54	103.02
占比	2017	2018	2019	2020.1~6
工程承包	98.25	94.45	92.88	92.76
其中：投资类	78.98	77.42	79.05	75.36
竞争类	19.27	17.04	13.83	17.39
勘测设计	0.18	0.12	0.06	0.01
其他	1.57	5.43	7.06	7.23

注：数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

受益于竞争类项目的拓展，公司新签合同额保持在较大规模，整体项目储备充足，可为其后续经营发展提供一定支撑

近年来，公司新签合同额呈波动态势。2018 年以来，受 PPP 项目政策收紧、融资环境变化等因素的影响，投资策略趋于谨慎，投资类项目新签合同额持续下滑，但凭借较强的品牌优势，重大项目承揽能力保持较优水平，其中 2019 年承揽合同额 93.54 亿元的东营市北二路沿线及金湖银河片区综合开发 PPP 项目、合同额 36.28 亿元的杭州市萧山区风情大道 PPP 项目等一批重点项目。2019 年以来，在国内 PPP 政策和融资环境收紧的背景下，公司积极调整业务承揽结构，适当增加了竞争类项目的承揽比例，该类项目新签合同额大幅增长，为其业务经营的稳定性提供了一定支撑。2020 年上半年，受益于市场拓展力度的加大，公司投资类和竞争类项目新签合同额同比均有所增长。

表 2：近年来公司新签合同情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~6
投资类项目	513.81	359.04	302.41	250.61
其中：投融资建设	-	16.07	8.00	0.00
PPP	513.81	342.97	294.41	250.61
竞争类项目	140.62	43.14	185.21	108.90
合计	654.43	402.18	487.62	359.51

注：新签合同额包括在原项目投资基础上新增的投资规模。

资料来源：公司提供

区域布局方面，经过多年的发展，公司业务已覆盖成渝经济区、海西经济区、京津冀地区、山东半岛蓝色经济区、中原经济区、关天经济区以及海

南、云南等 20 多个省、市、自治区；且近年来，公司加大对国家重点战略区域市场的拓展力度，在雄安、浙江等区域中标了一批重点项目，业务布局较为多元化。

项目实施方面，公司在基础设施投融资领域具备很强的业务实施能力，项目稳步推进，履约情况良好。截至 2020 年 6 月末，公司已累计完成投资额 1,973.08 亿元。

表 3：近年来公司投融资建设项目总体经营概况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~6
累计签订投资合同额	2,924.11	3,283.15	3,585.56	3,836.17
累计完成投资额	1,296.52	1,591.26	1,875.60	1,973.08
当期完成投资总额	440.69	294.74	284.34	97.48

表 4：截至 2020 年 6 月末公司部分主要在施 BT 项目投资和回购情况（亿元）

项目名称	股权比例	计划总投资额	已完成投资额	累计回款金额
福州市电力线路缆化土建工程 BT 项目	30%	13.16	5.68	3.62
乐山青江新区 BT 项目	50%	26.99	27.07	15.86
陕西省西咸新区沣东新城阿房宫遗址公园及周边安置房建设 BT 项目	35%	32.54	24.05	12.04
郑州市陇海路快速通道工程 BT 模式投资建设项目	30%	92.17	90.55	81.84
海口美安科技新城基础设施 C 区+A 区二期（BT）建设项目	40%	15.02	15.02	1.88
武汉市排水 BT 投资建设项目	40%	28.25	19.05	9.58
江门市南山路等四条铁路和高速公路配套道路工程投融资+施工总承包项目	50%	30.31	13.79	6.12
江门杜阮北一路等六条江门大道配套道路投融资+施工总承包项目	50%	29.64	30.14	21.97
延安市新区学校与中医院项目	35%	8.55	8.55	8.61
四川省成都市十陵青龙湖湿地一期项目	100%	2.56	2.56	2.69
四川省达州市长田新区开发项目	40%	26.90	19.74	4.15
重庆空港新城 F 片区基础设施项目（一期）BT 项目	46%	4.26	3.03	0.19

资料来源：公司提供

由于近年来公司新签约的 BT 项目迅速减少，施工及资金投入的高峰期已逐步度过，使得 BT 项目完成投资额持续下降。同时，受益于公司较强的管理能力和创新回购能力，以及前期开工项目逐步进入回购期，BT 项目资金回流状况良好，2019 年回购额对同期项目资金投入的覆盖能力大幅提升。中诚信国际注意到，公司的 BT 项目已经进入资金净回流阶段，未来若项目能够按期推动，公司将会获得较为充裕的回购资金，为 BOT、PPP 等资本运营项目的开展提供一定支撑。

表 5：近年来公司 BT 项目投资和回购情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~6
投资额	51.87	25.79	15.13	2.52

资料来源：公司提供

公司在手 BT 项目已进入回购后期，未来投资支出压力不大，良好的资金回流可为后续其他投融资建造业务的开展提供有力支撑

受国家和政府着力推行 PPP 业务模式的相关政策导向影响，公司近年来新增 BT 及投融资建设项目较少。截至 2020 年 6 月末，公司在施 BT 项目计划总投资额为 575.79 亿元，已完成投资额 531.72 亿元，后续计划投资 12.38 亿元；进入回购期的项目累计回款金额为 434.14 亿元，尚未回购 182.13 亿元；预计 2020 年及 2021 年收到回购款分别为 40.16 亿元和 53.35 亿元。

回购额	96.47	43.29	54.46	8.87
回购额/投资额（X）	1.86	1.68	3.60	3.52

资料来源：公司提供

目前公司在建 BOT、PPP 项目尚需较大规模的资本支出，多条高速公路通车提升了公司的运营资产体量，但由于处于培育期呈亏损状态，对利润形成一定侵蚀；2020 年上半年，受疫情影响，运营收入下滑明显

BOT 业务是公司的核心经营模式之一，主要依靠投资建成后在特定期限内运营管理来回收投资成本，一方面规避了 BT 项目回购中面临的政府信用风险；另一方面为公司培育了经营性资产。公司

BOT 项目以控股模式为主，建设完成后作为公司的经营性资产进行运营；部分项目采取参股模式，以投资带动施工总承包，并在项目通车后获取运营期的投资收益。2019 年，公司转让四川成名高速项目公司股权，同期以资产置换¹方式取得佛清从高速

BOT 项目控制权。截至 2020 年 6 月末，公司在手控股 BOT 项目 6 个，其中在建项目 2 个，在建项目预计总投资 382.03 亿元，已完成投资 174.06 亿元，未来还将面临较大的资本支出压力。

表 6：截至 2020 年 6 月末公司在建 BOT 项目概况

项目名称	运营里程 (KM)	预计总投资 (亿元)	累计投资额 (亿元)	股权比例 (%)	施工周期 (年)	运营周期
广东中开 BOT	129.70	267.74	130.70	84%	4	2021.12-2051.12
佛清从 BOT	86.47	114.29	43.36	65%	6.75	2022.9-2052.9
控股项目合计	-	382.03	174.06	--	--	-

注：表中项目预计总投资及累计投资额为全口径统计，包含资本金出资及贷款资金投资；广东中开高速因涉及改线，预计总投资可能发生变更。

资料来源：公司提供

运营项目方面，武邵高速于 2010 年投运，由于周边路网不完善使得该项目仍未实现盈利。成安渝高速及参股的重庆渝广、梁忠高速均于 2017 年前后实现通车；重庆江习高速于 2018 年通车，由于上述高速处于培育期，通行费和运营补贴暂时无法覆盖较高的利息支出及摊销费。政府补贴方面，云南晋红高速采用缺口补助方式运营，其中 2019 年确认政府补助 4.42 亿元，当年实现盈利，但项目补助资金尚未到位，截至 2019 年末累计应收补助款 9.52 亿元。按照合同约定，重庆江习高速在运营期亏损时可获得 50 万元/公里的运营补贴。2019 年，江习高速应收补贴资金 0.35 亿元均已到位。整体来看，公司控股高速公路呈亏损状态，对盈利造成一定侵蚀，但亏损幅度逐年收窄。公司参股高速公路亦持续亏损，其中 2019 年权益法下投资收益为-1.34 亿元。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，高速公路免收近 3 个月的通行费，公司运营期高速公路当

期均呈亏损状态，预计全年减少营业收入 4 亿元，影响利润总额约 3 亿元。未来随着在运营高速公路周边路网的逐步成熟，车流量的增加有望带动通行费收入提升，盈利情况或得到改善。中诚信国际将对公司高速公路的运营及相关缺口补助的到位情况保持关注。

公司计划出售成安渝高速项目持股主体中电建路桥集团重庆高速公路建设发展有限公司 84% 的股权，相关信息已在北京产权交易所预披露。截至 2019 年末，中电建路桥集团重庆高速公路建设发展有限公司总资产为 275.00 亿元，所有者权益 51.36 亿元；2019 年实现营业收入 11.72 亿元，净亏损 2.21 亿元。该项股权若转让完成，公司资产或将大幅下降，但同时盈利及现金流或有较大幅度改善。中诚信国际将对该项交易进展保持关注。

表 7：截至 2020 年 6 月末公司通车高速公路运营情况（万元、KM）

项目名称	运营里程	股权比例	运营期	2018		2019		2020.1~6	
				收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
控股项目：									
福建武邵高速	91.72	68%	2010.11~2035.11	11,445.43	-13,623.08	12,584.83	-13,605.60	3,230.00	-7,454.73
云南晋红高速	49.38	40%	2017.11~2047.11	27,884.01	-11,762.50	71,358.36	7,429.67	14,261.94	-7,815.96
成安渝高速	174.54	99%	2017.9~2047.9	96,878.92	-46,606.41	117,230.62	-22,124.80	32,679.92	-24,276.51
重庆江习高速	70.46	45%	2018.6~2048.6	4,396.85	-14,168.95	8,269.53	-24,867.69	1,533.65	-14,933.11
控股项目合计	386.10			140,605.21	-86,160.94	209,443.34	-53,168.42	51,705.51	-54,480.31
参股项目：									
重庆渝广高速	69.79	40%	2017.6~2045.6	15,513.70	-20,292.00	22,550.77	-17,305.90	8,696.32	-13,759.77
重庆梁忠高速	71.60	40%	2016.11~2044.6	9,203.60	-19,506.00	9,466.15	-21,199.74	2,818.26	-14,506.15

¹ 股权转让款冲抵债务。

资料来源：公司提供

PPP 业务方面，虽然 2018 年以来公司 PPP 项目承揽规模持续下降，但其在手项目储备充足，仍具备较强规模优势。截至 2020 年 6 月末，公司在手控股 PPP 项目总投资额达 1,253.89 亿元，其中已完成投资额 655.46 亿元；参股 PPP 项目资本金总额为 50.35 亿元，已累计出资 28.81 亿元。2020 年 7~12 月及 2021 年，公司预计完成 PPP 投资额 154.05

亿元和 221.50 亿元。由于公司 PPP 项目现阶段以控股形式为主，随着项目的逐步推进，在资本支出方面将承受较大压力。中诚信国际也关注到，公司在手 BT 项目中有较多项目将于 2022 年完成回购，后续 PPP 项目仍需要长期资金投入，或对公司整体现金流造成阶段性影响。

表 8：截至 2020 年 6 月末公司主要已签订合同的控股 PPP 项目概况

项目名称	总投资额 (亿元)	累计投资总额 (亿元)	股权比例 (%)	施工周期 (年)	运营周期 (年)	回报 方式
云南省红河州建水（个旧）至元阳高速公路 PPP 项目	227.70	149.75	98.00	3	30	可行性缺口补助
郑州市 107 辅道快速化工程 PPP 项目	80.00	69.63	45.00	1.5	12	政府付费
淄博市淄川经济开发区合村并居 PPP 项目	30.13	17.62	95.00	3	12	政府付费
阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目（标段一）	48.87	7.87	47.50	3	15	政府付费
汉中市兴元新区城市水系综合治理及生态环境提升建设 PPP 项目	40.88	16.81	35.00	2	15	政府付费
云南省红河州石林至泸西（红河段）高速公路 PPP 项目	34.36	29.51	98.00	3	30	可行性缺口补助
玉溪市江川至通海高速公路建设项目	49.11	51.68	40.00	3	30	可行性缺口补助
杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目	142.58	46.55	45.00	10	20	政府付费
杭州大江东产业集聚区江东大道（河庄大道-青六路）提升改造及地下综合管廊工程 PPP 项目	46.08	21.31	20.00	3	22	可行性缺口补助
济南高新区创新谷片区市政道路及综合管廊 PPP 项目	36.65	10.96	66.50	1	29	政府付费
南阳市城乡一体化示范区南阳月季园及周边城市配套设施 PPP 项目	53.69	21.69	60.00	2	17	可行性缺口补助
义乌商城大道（雪峰东路-浙医四院）隧道工程 PPP 项目	42.85	15.43	90.00	3.3	20	政府付费
526 国道岱山段改建工程 PPP 项目	41.35	18.24	70.00	4	11	政府付费
沧州渤海新区沧海文化产业园 PPP 项目	33.55	24.53	63.00	2	13	可行性缺口补助
风情大道（金城路-湘湖路）改建工程（局部段）及博奥路南仲（湘西路-潘水路）工程 PPP 项目	36.28	3.37	60.00	3	15	可行性缺口补助

注：济南高新区创新谷片区市政道路及综合管廊 PPP 项目中市政道路运营周期为 14 年，管廊运营周期为 29 年。

资料来源：公司提供

项目运营方面，截至 2020 年 6 月末，公司仅有兰考县产业集聚区基础设施建设 PPP 项目进入运营期。该项目为政府付费项目，2019 年和 2020 年上半年分别实现营业收入 1,368.78 万元和 454.45 万元；运维绩效服务费 1,023.27 万元和 427.63 万元；利润总额 4,139.70 万元和 250.41 万元，截至 2020 年 6 月末尚未收到可用性服务费。由于公司绝大多数 PPP 项目仍处于建设期，项目前期投资大、回收周期长，后期运营效果存在不确定性，需对公司 PPP 项目后续推进进展和运营情况保持关注。

战略规划及管理

公司作为电建股份开展基础设施投资建设的专业平台，将深化国家重点区域和经济发达地区市场布局，积极通过兼并、重组等方式加快获取相关资质，通过资产处置等方式加快资产变现进程

作为电建股份开展基础设施投资建设的专业平台，未来，公司将充分利用电建股份优势资源，积极发挥引领带动职能，继续巩固、拓展国内市场，深化国家重点区域和经济发达地区市场布局，积极稳妥开拓国际市场，大力开拓基础设施业务及环保、轨道交通等新兴产业，提升其专业投资平台地位。公司以 EPC 总承包作为未来发展方向，将加快业绩

积累和资质获取，通过兼并、重组等方式补齐设计规划等相关领域短板。此外，公司亦将探索通过股权合作、证券化和资产处置等方式，加快资产变现进程，同时调整资产负债结构。

公司建立了较为完善的治理结构和内部管理制度，但投资业务规模的快速扩张对公司资金、财务、投融资管理等亦提出更高要求

公司设立了规范的股东会、董事会、监事会和经营管理层，组织结构和法人治理结构较为健全。财务管理方面，公司实行全面预算管理体系。在预算执行控制方面，公司通过定期对各单位财务指标进行汇总分析，整体掌握和了解各项目预算执行情况，找出预算执行中存在的问题并及时解决，对差异较大的项目进行重点管控，保证预算目标的顺利实现。

工程管理方面，公司严格按照股份公司要求，规范投资项目可研、报批、过程管理及风险控制等工作。分包管理方面，公司成立了分包管理领导小组，进一步规范分包管理行为。公司定期进行项目履约报告和工程进度报告，及时采取适当的应对措施，有效加强了对项目的管控；并对重点项目开展现场进度履约检查指导。

在财务风险控制方面，公司积极探索项目公司股权的融资模式以解决投资项目资金缺口；加强与银行、保险、信托等金融机构的合作，拓宽融资渠道和创新回购款资金回笼方式；此外，公司还积极探索与地方国企和民企合作引入社会资本以降低自身资金压力，保证投资项目的资金和财务风险可控性。

总体来看，公司根据自身的行业特点和业务模式制定了一套有针对性的风险控制体系，并通过加强在财务、工程管理、投资等方面的风险管控力度，进一步完善了内部控制体系，但投资业务规模的快速扩张对公司资金、财务、投融资管理等亦提出更高要求。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告期末数、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告期末数以及未经审计的 2020 年半年度财务报表。

盈利能力

公司毛利率持续提升，但期间费用快速上升、参股高速公路项目经营亏损等因素对其盈利构成较大侵蚀；2020 年上半年公司盈利水平大幅下降，需对其全年盈利恢复情况保持关注

公司工程承包业务以基础设施投资建设类项目为主，投资带动总承包的业务模式决定其施工利润较高，而竞争类工程承包的利润来源主要为总分包差额，盈利能力相对较弱，2017~2018 年受益于投资类项目的收入结转占比提升，该板块毛利率增加较多；2019 年，由于建筑市场竞争加剧，投资类项目毛利率小幅下降，工程承包业务毛利率有所减少。公司勘察设计业务目前尚处于起步阶段，近年来毛利率持续提升，但对整体盈利能力影响较为有限。以高速公路运营为主的其他业务毛利率较高，且近年来收入规模呈增长态势，对整体营业毛利率的增长有一定带动作用。2020 年上半年，受个别项目取得项目变更补偿确定等因素的影响，公司工程承包业务毛利率增幅较大。

表 9：近年来公司主要板块毛利率(%)

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~6
工程承包	7.48	10.45	9.66	14.89
其中：投资类	8.60	11.83	10.74	17.17
竞争类	2.89	4.21	3.52	5.08
勘测设计	16.00	23.53	31.58	32.55
其他	37.85	45.60	52.71	38.16
营业毛利率	7.98	12.37	12.72	16.58

资料来源：公司提供

公司基本无销售费用，期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用主要为职工薪酬、折旧摊销费用等，近年来保持较大规模，且 2019 年公司启动高新技术企业申报，将符合条件的研发投入

归集在研发费用中，使得当期研发费用大幅上升。公司财务费用波动较大，其中 2018 年受有息债务增加以及投运高速公路利息支出转为费用化核算影响，当期财务费用快速上升；2019 年公司获得利息收入 12.20 亿元，其中 BT 项目利息收入 11.22 亿元，呈增长态势，但受有息债务增加等因素的影响，当期财务费用有所增加，对利润造成较大侵蚀，费用控制能力亟待提升。2020 年上半年，受收入规模下滑影响，公司期间费用率进一步增长。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.6
管理费用（含研发费用）	4.61	6.71	10.85	5.71
财务费用	0.04	10.90	11.50	6.19
期间费用合计	4.65	17.61	22.36	11.90
期间费用率(%)	1.70	5.97	6.89	11.55
经营性业务利润	16.71	18.42	18.96	5.05
资产减值损失 （含信用减值损失）	0.00	0.18	1.64	1.36
投资收益	-0.99	-1.27	-2.75	-2.26
利润总额	15.89	16.94	14.55	1.42
EBITDA 利润率(%)	10.06	15.32	14.14	--
净资产收益率(%)	5.86	4.36	2.97	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于收入规模的提升，公司经营性业务利润呈增长态势，但 2019 年以来，一方面由于期间费用大幅上升，另一方面受重庆渝广、梁忠高速和太行山高速等参股项目经营亏损影响，公司按照权益法确认的长期股权投资损益对利润形成一定侵蚀，上述事项共同导致公司利润总额有所下降。2020 年 1~6 月，公司收入同比大幅减少，但财务费用等期间费用仍保持较大规模，叠加高速公路亏损幅度扩大，利润总额同比下降 77.97%。随着疫情的缓和以及复工复产，公司盈利有望得到修复，但年内仍将承压。中诚信国际将对公司后续经营恢复情况保持关注。同时，中诚信国际注意到，公司部分高速公路项目由于处于运营初期以及周边路网不完善等原因，通行费收入无法覆盖财务费用等支出，呈持续亏损状态，需对其持有的高速公路运营状况保持关注。盈利指标方面，EBITDA 利润率受盈利水平变化影响呈波动态势；净资产收益率受所有者权益逐年增长等因素的影响呈下行态势。

资产质量

受益于外部投资者增资和永续债券的发行，公司所有者权益持续增长，但其债务规模快速攀升使得整体杠杆保持在很高水平

近年来，随着公司投资规模持续扩大，资产规模亦快速增长。从资产结构来看，公司非流动资产在总资产中占比接近 90%，主要由长期应收款和无形资产等科目构成，其中长期应收款主要系 BT 项目应收回购款及采用可用性服务费等固定回报机制的 PPP 项目应收款项，无形资产主要为 BOT 项目的特许经营权和使用者付费 PPP 项目形成的资产，随着公司投融资建设主业的推进而稳步扩大。2020 年，公司执行新收入准则，将部分长期应收款按照 1 年期以上和 1 年期以下分别调整至其他非流动资产和合同资产，使得 2020 年 6 月末长期应收款大幅减少。当期末，公司合同资产和其他非流动资产分别为 57.46 亿元和 321.11 亿元。公司流动资产以货币资金、一年内到期的非流动资产和其他应收款为主。公司货币资金保持在一定规模，2019 年末受限货币资金为 3.28 亿元，主要为保证金和诉讼冻结资金。一年内到期的非流动资产主要是 BT 项目应收款，2020 年上半年由于会计准则调整，部分应收款重分类，当期末一年内到期的非流动资产大幅下降。其他应收款主要为投标保证金、履约保证金和向关联方拆借资金等。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.6
长期应收款	323.41	395.16	413.93	109.82
无形资产	512.81	709.67	904.75	996.71
非流动资产合计	866.85	1,153.17	1,385.79	1,481.91
货币资金	19.70	30.38	26.20	33.88
其他应收款	43.29	25.55	21.45	23.27
一年内到期的非流动资产	49.06	43.96	62.02	25.51
流动资产合计	148.62	146.79	163.20	212.60
资产总额	1,015.46	1,299.96	1,548.99	1,694.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着投资规模的扩张和融资需求的增长，公司以有息债务为主的负债总额持续上升。资金需求特

点决定了公司以长期债务为主的债务结构，其中 2019 年受一年内到期的长期债务重分类影响，短期债务规模阶段性上升。截至 2020 年 6 月末，长期债务在总债务中的占比回升至 83.66%。中诚信国际认为，长期债务为主的债务期限结构有助于公司资金调配、把控投资节奏，降低债务集中偿付风险，但快速扩大的债务规模使其面临的偿债压力较大，较高的利息支出遏制了公司利润水平的提升，同时对其资金管理能力提出了更高要求。公司其他应付款主要为对中国水利水电第七工程局有限公司等关联方的集团资金中心资金融通款项、押金、保证金、代扣代缴款和其他款项，其中 2019 年末，公司对关联方的其他应付款为 37.54 亿元。

表 12：近年来公司主要负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
其他应付款	53.25	77.99	65.87	96.56
短期债务	152.34	151.75	277.21	171.02
长期债务	445.91	630.24	644.79	875.87
总债务	598.25	781.99	922.00	1,046.88
实收资本	49.22	75.49	90.00	90.00
其他权益工具	34.75	34.75	54.67	54.67
少数股东权益	125.18	149.92	175.72	180.97
所有者权益	232.46	288.01	342.23	348.14
资产负债率	77.11	77.85	77.91	79.45
总资本化比率	72.02	73.08	72.93	75.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受引入战略投资者、永续债的发行和投融资项目并表等因素影响，公司所有者权益保持增长态势。2018 年以来，公司与工商银行合作，引入 20 亿元市场化债转股资金，其中一期资金 9.99 亿元于 2018 年末到账；二期资金 10.01 亿元于 2019 年 7 月到账。此外，2018 年，电建股份对公司增资 17 亿元；2018 年和 2019 年，公司以未分配利润、资本公积等转增资本 18.25 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司实收资本达 90.00 亿元。公司其他权益工具主要为发行的永续中期票据，其中 2016 年、2017 年和 2019 年分别发行 10 亿元、25 亿元和 20 亿元。此外，投融资项目公司并表使得公司少数股东权益快速增长。资本结构方面，受债务规模增长影响，公司资产负债率持续小幅上升；受益于所有者权益

的增长，2019 年公司总资本化比率略有优化，但整体债务规模较大，且 2020 年上半年债务进一步增加，其杠杆水平仍高位运行。

现金流及偿债能力

投融资建设的业务模式使其对外部融资的依赖程度较高，投资活动现金净流出规模较大

公司经营活动现金净流入随着总承包业务现金流入的增长持续增加，但 2020 年上半年，受高速公路免收费时间延长、项目复工有所延迟等因素的影响，经营活动现金流呈净流出状态。投资活动现金流入主要为收到业主支付的 BT 回购款，流出主要系投融资建设及股权收购等业务开展产生的投资支出，近年来净流出保持较大规模。为支撑投资资金需求，公司通过股东注资、项目公司少数股东投资、发行债券、增加银行借款以及从中国水利水电第七工程局有限公司、中国水利水电第十四工程局有限公司等关联方拆入资金等多种渠道进行资金融通和储备，其中 2019 年实现筹资活动现金净流入 150.93 亿元，极强的融资能力能够为其投资项目的推进提供有力保障。

偿债指标方面，受盈利水平波动影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所波动，其中 2019 年以来，公司债务规模的快速上升叠加盈利水平的下降使得相关偿债能力指标有所弱化。同时，2019 年末短期债务的增长亦使得经营活动现金流入对其的覆盖能力有所减弱。整体来看，公司投融资建设的业务模式使其对外部融资的依赖性较大，债务规模的快速攀升使得整体债务压力较大。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.6
经营活动净现金流	17.19	19.55	38.50	-2.39
投资活动净现金流	-309.06	-196.18	-196.08	-95.19
筹资活动净现金流	274.51	189.07	150.93	108.36
经营活动现金流入/短期债务	1.96	2.13	1.27	1.74*
总债务/EBITDA	21.78	17.29	20.09	--
EBITDA 利息保障倍数	0.85	1.19	1.05	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司授信额度充裕，财务弹性极强，为其债务的偿付提供了一定支撑

截至 2020 年 6 月末，公司共获得各银行综合授信额度 2,702.64 亿元，其中未使用额度 1,734.80 亿元，具有极强的财务弹性。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值 549.63 亿元，其中用于质押借款的高速公路收费权和长期应收款（BT 项目）账面价值分别为 532.42 亿元和 13.93 亿元。

或有负债方面，截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保事项，亦无影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 8 月 31 日，公司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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司在电建股份体系内具有重要的战略地位，能够获得股东在资金和业务等方面的大力支持

公司控股股东电建股份是国务院国资委实际控制的大型央企，在水利水电设计建设领域以设计建成和在建规模、技术能力稳居世界第一而成为行业的龙头企业，在我国电力、水利勘测设计行业的科研、标准化工作中发挥着主导作用，承担了国内 80% 以上大型水电站的规划设计任务。2019 年，以电建股份为核心资产的电建集团居《财富》世界 500 强企业第 182 位、ENR 全球工程设计企业 150 强排名中位列第 2 位、ENR 全球 250 强总承包企业和 ENR 国际工程承包商 250 强中分别排名第 5 位和第 7 位，行业地位突出，具有极强的竞争力。电建路桥是电建股份系统内负责基础设施投资建设的专业平台公司，承担着以投资引领电建股份内各个工程局施工总承包业务发展的重要任务，战略地位很高。2019 年公司净利润水平在电建股份国内基建

领域子企业中排名第一。作为电建股份下属国内最大的基础设施投资平台，公司获得了股东的大力支持，2017~2019 年电建股份及其引入的其他股东连续三年分别向公司增资 23.00 亿元、26.99 亿元和 10.01 亿元，有效充实了公司资本实力，为未来投资业务的进一步发展提供了有力的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定中电建路桥集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中电建路桥集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中电建路桥集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

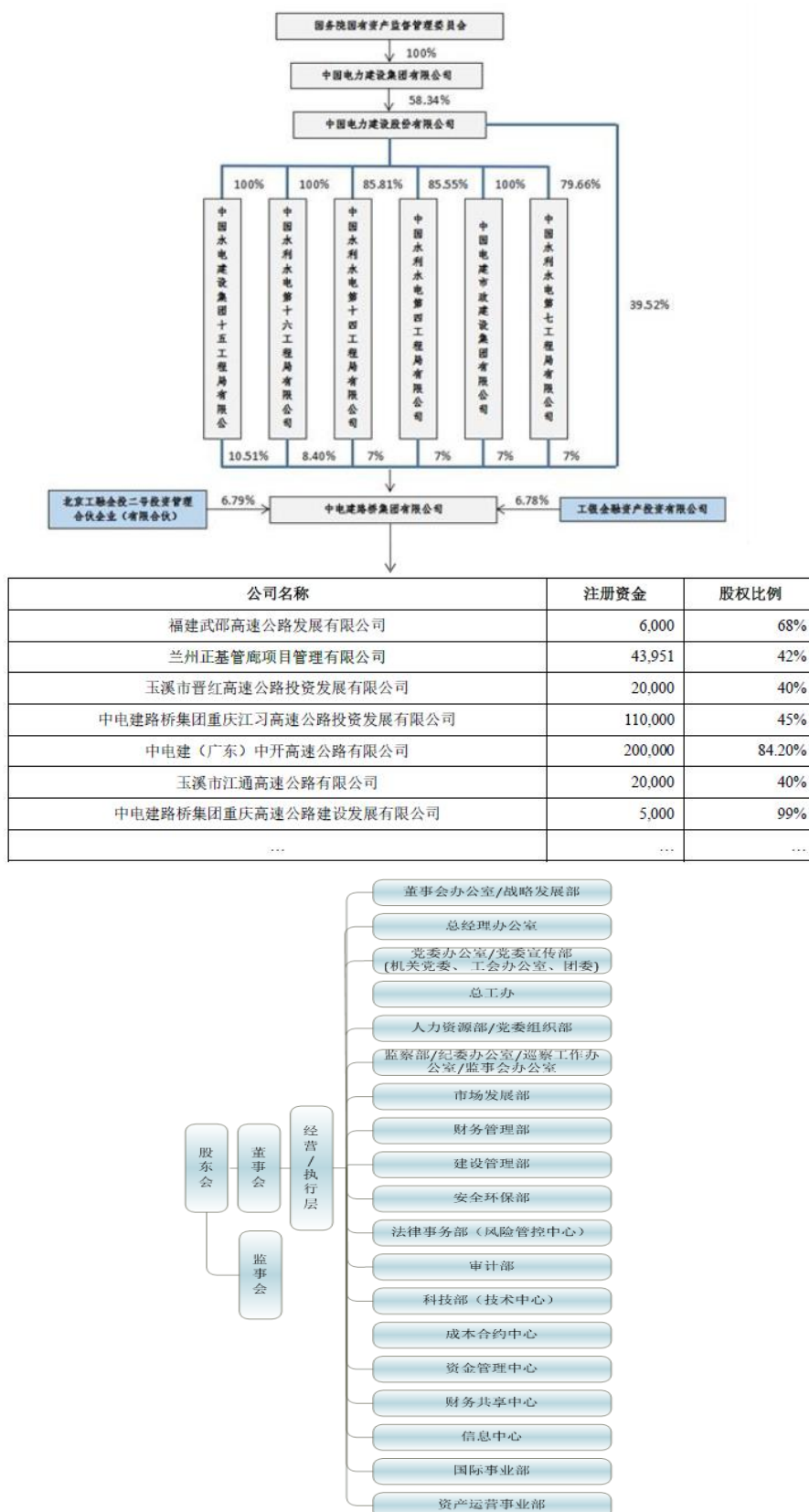
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 11 月 20 日

附一：中电建路桥集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 6 月末)



注：公司二级子公司包括项目公司、投资公司、区域公司、并表基金、专业公司等，截至 2020 年 6 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共有 89 家。

资料来源：公司提供

附二：中电建路桥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	2020.6
货币资金	197,011.05	303,787.64	262,020.93	338,784.62
应收账款净额	153,894.20	118,246.29	159,703.88	224,909.18
其他应收款	432,868.42	255,489.74	214,458.97	232,657.74
存货净额	90,132.99	83,635.21	93,712.54	582,369.13
长期投资	253,915.94	354,386.61	380,984.60	353,945.76
固定资产	17,666.59	20,957.18	20,005.64	19,624.49
在建工程	3,064.10	0.00	80,800.00	88,558.32
无形资产	5,128,100.08	7,096,673.82	9,047,510.70	9,967,105.98
总资产	10,154,638.49	12,999,579.10	15,489,887.72	16,945,031.52
其他应付款	532,489.24	779,893.45	658,678.01	965,616.12
短期债务	1,523,389.20	1,517,491.00	2,772,095.04	1,710,163.97
长期债务	4,459,129.40	6,302,371.20	6,447,878.76	8,758,659.82
总债务	5,982,518.60	7,819,862.20	9,219,973.80	10,468,823.79
净债务	5,785,507.55	7,516,074.56	8,957,952.88	10,130,039.17
总负债	7,830,028.32	10,119,523.81	12,067,568.12	13,463,590.38
费用化利息支出	97,506.60	226,139.38	234,791.66	--
资本化利息支出	226,621.43	153,760.15	204,012.85	--
所有者权益合计	2,324,610.17	2,880,055.29	3,422,319.60	3,481,441.14
营业总收入	2,729,622.75	2,951,607.50	3,245,436.67	1,030,153.41
经营性业务利润	167,113.03	184,240.75	189,641.37	50,502.41
投资收益	-9,883.64	-12,692.42	-27,503.56	-22,560.97
净利润	110,605.80	113,580.85	93,640.80	9,934.64
EBIT	256,446.98	395,497.78	380,300.82	--
EBITDA	274,693.88	452,290.52	458,908.22	--
经营活动产生现金净流量	171,929.15	195,504.25	385,023.65	-23,878.63
投资活动产生现金净流量	-3,090,607.99	-1,961,829.17	-1,960,793.46	-951,862.70
筹资活动产生现金净流量	2,745,050.99	1,890,667.57	1,509,299.40	1,083,600.59
资本支出	4,029,041.45	2,367,987.81	2,828,090.02	1,125,419.86
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	7.98	12.37	12.72	16.58
期间费用率(%)	1.70	5.97	6.89	11.55
EBITDA 利润率(%)	10.06	15.32	14.14	--
总资产收益率(%)	3.04	3.42	2.67	--
净资产收益率(%)	5.86	4.36	2.97	0.58*
流动比率(X)	0.46	0.40	0.30	0.48
速动比率(X)	0.43	0.38	0.28	0.35
存货周转率(X)	27.42	29.77	31.94	2.80*
应收账款周转率(X)	16.15	21.69	23.35	10.21*
资产负债率(%)	77.11	77.85	77.91	79.45
总资本化比率(%)	72.02	73.08	72.93	75.04
短期债务/总债务(%)	25.46	19.41	30.07	16.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.03	0.04	0.00*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.11	0.13	0.14	-0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.53	0.51	0.88	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.95	-3.44	-1.40	--
总债务/EBITDA(X)	21.78	17.29	20.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.30	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.85	1.19	1.05	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.79	1.04	0.87	--

注：1、2020 年半年度财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、长期应付款和其他应付款中的带息债务调整至总债务；3、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；4、带*指标已经年化处理。

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/交易性金融资产+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+租赁负债+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	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=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-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
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
	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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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（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。