

# 中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第一期） 信用评级报告

---

项目负责人：刘 茹 [yliu02@ccxi.com.cn](mailto:yliu02@ccxi.com.cn)

项目组成员：黄仁昊 [rhuang@ccxi.com.cn](mailto:rhuang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 8 月 9 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](http://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。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2187D 号

**中交投资有限公司：**

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“中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可持续期公司债券（第一期）”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**

**二零二一年八月九日**

**发行要素**

发行主体	发行规模	发行期限	偿还方式	发行目的	偿付顺序
中交投资有限公司	不超过 10 亿元 (含 10 亿元)	3+N 年	在公司不行使递延支付利息权情况下，每年付息一次；在公司不行使续期选择权全额兑付时到期	偿还有息负债	破产清算时劣后于公司普通债务

**评级观点：**中诚信国际评定中交投资有限公司（以下简称“中交投资”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定中国交通建设股份有限公司（以下简称“中交股份”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**，该级别充分考虑了中交股份提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了城镇化建设推进为公司带来良好的发展机遇，股东的有力支持、多元化的业务结构、稳步上升的收入规模、较高的盈利水平以及畅通的融资渠道等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到经营活动现金流承压、未来仍面临一定投资压力、债务规模或将持续上升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

中交投资（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	739.45	966.89	1,141.31	1,224.79
所有者权益合计（亿元）	291.44	315.90	373.29	361.97
总负债（亿元）	448.00	650.99	768.02	862.82
总债务（亿元）	296.80	456.82	622.77	715.46
营业总收入（亿元）	65.12	76.96	117.81	23.02
净利润（亿元）	23.71	24.22	25.78	6.15
EBIT（亿元）	37.87	44.20	55.81	--
EBITDA（亿元）	39.83	48.14	59.71	--
经营活动净现金流（亿元）	-43.93	-63.51	-30.83	-16.65
营业毛利率(%)	66.99	68.87	64.27	71.20
总资产收益率(%)	5.50	5.18	5.36	--
资产负债率(%)	60.59	67.33	67.29	70.45
总资本化比率(%)	50.46	59.12	62.52	66.40
总债务/EBITDA(X)	7.45	9.49	10.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.56	4.59	2.46	--
中交股份（担保方，合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	9,604.76	11,203.99	13,041.69	13,599.97
所有者权益合计（亿元）	2,396.82	2,963.79	3,578.03	3,625.70
总债务（亿元）	3,269.93	3,845.15	4,477.39	5,214.71
营业总收入（亿元）	4,908.72	5,547.92	6,275.86	1,519.28
净利润（亿元）	202.94	216.20	193.49	56.74
EBITDA（亿元）	462.59	527.75	537.52	--
经营活动净现金流（亿元）	90.98	59.31	138.51	-339.09
资产负债率(%)	75.05	73.55	72.56	73.34

注：中诚信国际根据公司及中交股份 2018~2020 年审计报告和 2021 年一季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。
- 股东的有力支持。**自成立以来，公司多次获得来自股东中交股份的项目股权划转、现金增资及批复同意以未分配利润转增资本，截至 2021 年 3 月末公司实收资本增至 125.00 亿元。受益于在控股股东中重要的战略地位，公司在业务拓展等多方面同行业比较

2020 年部分建筑投资平台企业主要指标对比表

公司名称	总债务（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
中国铁建投资	828.58	1,422.52	78.75	323.10	21.44
中电建路桥	919.28	1,715.59	76.31	396.65	20.80
<b>中交投资</b>	<b>622.77</b>	<b>1,141.31</b>	<b>67.29</b>	<b>117.81</b>	<b>25.78</b>

注：“中国铁建投资”为“中国铁建投资集团有限公司”简称；“中电建路桥”为“中电建路桥集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

亦获得中交股份的大力支持。同时，中交股份对本期发行的公司债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

**■ 多元化的业务结构。**公司依托中交股份的技术和品牌优势，在扩大基础设施资本运营核心主业的同时，城市综合开发和房地产开发业务领域亦稳步发展，已形成多元化的投资业务结构，有利于分散单一业务风险，提升整体抗风险能力。

**■ 营业总收入稳步增长，盈利保持较好水平。**随着各投资主业的稳步发展，公司营业总收入持续上升，2020 年为 117.81 亿元；盈利保持较好水平，同期净利润为 25.78 亿元。

**■ 通畅的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，本部共获得各银行综合授信额度（不包含项目贷款）约 273.50 亿元，其中未使用额度约 252.97 亿元，畅通的融资渠道使公司具有很强的财务弹性。

**关注**

**■ 经营活动净现金流承压。**由于 BT 项目进入回购末期，且城市综合开发、PPP 项目等仍处于大规模投资期，近年来公司经营活动净现金流均呈持续净流出态势。

**■ 面临一定投资压力，债务规模或将持续上升。**随着基础设施开发建设业务的推进，以 PPP 模式为主的投资项目资本支出规模较大，推动债务规模快速上升，2021 年 3 月末为 715.46 亿元；且随着城市综合体开发以及房地产开发项目的逐步推进，公司未来仍将面临一定的投资压力以及债务水平上行压力。

**评级展望**

中诚信国际认为，中交投资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。**受监管政策变化等因素影响，投融资项目后期运营及回款严重低于预期，对公司正常经营产生重大影响；战略定位弱化，外部支持大幅减弱，偿债能力大幅下滑等。

## 发行主体概况

中交投资有限公司成立于 2007 年 4 月，是由中国交通建设股份有限公司独资设立的对外投资平台。公司依托中交股份在基础设施领域的优势，采取 BT、BOT/BOO、BOT+EPC、股权并购、PPP 等多种投资模式，涉足基础设施、城市综合开发、房地产、金融等多个领域。

**产权结构：**截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为 125.00 亿元，控股股东中交股份持股比例为 100%，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）是中交股份的控股股东；最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

**表 1：截至 2021 年 3 月末主要子公司情况**

公司名称	实收资本 (万元)	持股比例
中交（汕头）东海岸新城投资建设有限公司	30,000	85%
中交（厦门）投资有限公司	15,000	70%
南京中交江北城市开发有限公司	10,000	100%
南京中交投资发展有限公司	4,000	51%

资料来源：公司提供

## 本期债券概况

**表 2：本期债券基本条款**

	基本条款
债券名称	中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）
发行规模	不超过 10 亿元（含 10 亿元）
债券期限	本期债券基础期限为不超过 3 年（含 3 年），在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。
续期选择权	本期债券以每个基础期限为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使次数不受限制。
债券利率及确定方式	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。 首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。 首个周期的票面利率为初始基准利率加上初

始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。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，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

**基准利率的确定方式：**初始基准利率为簿记建档日前 5 个交易日中国债券信息网（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术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个交易日中国债券信息网（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术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

**本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，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按当期票面利率累计计息，在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的累计计息金额将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

**本期债券的强制付息事件：**付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：

- (1) 向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；(2) 减少注册资本。

**本期债券利息递延下的限制事项：**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（按规定上缴国有资本收益除外）；(2) 减少注册资本。

**（1）公司因税务政策变更进行赎回**

公司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，公司有权对本期债券进行赎回。

**（2）公司因会计准则变更进行赎回**

根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号），公司将本期债券计入权益。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，公司有权对本期债券进行赎回。

除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有

递延支付利息权

赎回选择权

	义务赎回本期债券。
付息方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
偿付顺序	破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。
担保情况	本期债券由中国交通建设股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。
募集资金用途	扣除发行费用后，拟全部用于偿还现有息负债。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年上半年，经济延续修复态势，低基数下GDP同比实现12.7%的高增长，两年复合增速提升至5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下GDP同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现产需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年PPI出现快速上升，与CPI之差不断扩大，不过，随着全球产需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续PPI涨幅或将持续回落。

**宏观风险：**虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运

行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然PPI涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注PPI回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策：**2021年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7月初全面降准落地释放长期资金1万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策料将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望：**虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为，**2021年中国经济持续修复的基本态势不改，产需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，

畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

### 新型城镇化和基础设施、交通强国、一带一路等政策利好能够为建筑业带来持续需求，存量竞争时代行业逐步由高速发展转向高质量发展

建筑业是国民经济的支柱行业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2015~2020）总产值实现了7.9%的年均增长。2020年，我国建筑业完成新签合同额32.52万亿元，实现总产值26.39万亿元，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标创近十年新高，且考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升，2020年为2.26倍。整体来看，我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图1：近年来我国建筑业整体发展情况（亿元）



注：2020年建筑业产值构成未进行拆分。

资料来源：国家统计局、中国建筑业协会，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是2018年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019年，全国固定资产投资（不含农户）增速延续下探态势至5.4%，较上年减少0.5个

百分点。2020年，为对冲新冠肺炎疫情影响，政府自年初以来出台了一系列稳增长政策，包括新增专项债额度至3.75万亿元、发行1万亿元特别国债、财政赤字率按3.6%安排较上年提升0.8个百分点、信贷积极支持、增加国家铁路建设资本金1,000亿元等。随着疫情逐步得到控制，政策推动下年内固定资产投资增速自年初冰点迅速提升，并在9月份由负转正，全年增长为2.9%，增速较上年下降2.5个百分点。预计随着宏观经济的企稳，逆周期调节的边际减弱以及房地产调控的长期持续仍将使得固定资产投资增速面临较大下行压力。**中诚信国际**认为，近年全社会固定资产投资增长的放缓，势必对建筑行业带来一定影响，行业转为存量竞争趋势将逐步确立，但随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和BIM技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》(ENR)杂志发布的“2020年度全球承包商”排行榜中，包括八大建筑央企及部分省属建工在内的11家中资企业进入前20强。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模亦不断扩大，在ENR发布的“2020年度国际承包商250强”排行榜中，中国大陆共有74家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

**中诚信国际**认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，资源将进一步向龙头企业集中，具备技术、人才、业绩积累、精细化管理、安全生产、集中采购、投融资等优势的大型建筑企业有望在行

业演进中持续收益。

## 全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划纲要等系列政策为基建稳增长提供重要动能

2020 年尽管政府通过增加地方专项债额度和赤字率等方式为基建提供资金，但受地方政府隐性债务核查等因素影响，专项债的资金增量和财政支出仍然难以弥补非标等隐性债务的融资收缩，基建投资增速大幅下降至 0.9%。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2021 年以来国家陆续出台相关鼓励政策。2021 年 2 月 21 日，中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见指出，要求在脱贫地区建设一批区域性和跨区域性重点基础设施工程，并加强乡村公共基础社会建设和危旧基础设施改造提升。2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到 2035 年，打造“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）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达），国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里<sup>1</sup>左右，交通固定资产投资预计将保持稳健增长态势。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，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体现，为基建稳增长提供重要动能，并对基建施工企业的稳健发展提供一定支撑。

## 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 2021 年 1 月末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库累计入库项目共计 10,034 个，总投资额 15.5 万亿元；累计签约落地项目共 7,159 个，投资额 11.6 万亿元；累计开工项目 4,308 个，投资额 6.7 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 65.4%，政府付费项目累计投资额占比 21.2%，使用者付费项目累计投资额占比 13.4%，可行性缺口补助项目占比较上年末进一步提升。从财政承受能力来看，全国 2,735 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,712 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 2,063 个行政区低于 7% 预警线，1,574 个行政区低于 5%，而 23 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

<sup>1</sup> 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

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

中交投资经营业务主要以城市综合开发、PPP 和 BT 模式的基础设施开发建设业务、BOT 和 BOO 模式的特许经营权业务、房地产开发以及其他业务板块构成。近年来营业总收入持续增长，主要得益于土地一级开发业务的持续推进、基建投融资板块的稳步运营以及房地产项目良好的销售回款情况。2021 年一季度，公司实现营业总收入 23.02 亿元，同比增长近 20%。

**表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020
特许经营权	3.78	7.17	6.15
房地产开发	28.88	34.45	57.44
基础设施开发建设	11.40	24.96	41.79
其他	21.06	10.38	12.44
其中：咨询服务	18.22	7.32	8.19
<b>营业收入</b>	<b>65.12</b>	<b>76.96</b>	<b>117.81</b>
占比	2018	2019	2020
特许经营权	5.80	9.32	5.22
房地产开发	44.35	44.76	48.76
基础设施开发建设	17.51	32.43	35.47
其他	32.34	13.49	10.56
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

## 依托自身投资引领优势，公司较早拓展城市综合开发业务；在手项目尚需较大投资支出，且项目回款受政府规划和土地出让进度等影响较大

中交投资定位于城市综合开发运营商，并依托投资引领的优势较早进入城市综合开发领域，在持续推进在手项目的同时，亦积极拓展片区综合开发、产业园区建设和市政公用设施运营等领域的优质城市综合开发项目。截至 2021 年 3 月末，公司主

要城市综合开发项目共 7 个，其中 6 个为控股项目。

截至 2021 年 3 月末，张家口“未来之城”项目累计完成投资 7.21 亿元，实现利润 1.47 亿元。2021~2023 年本项目计划回款金额分别为 4.60 亿元、3.20 亿元、3.08 亿元。

汕头东部城市经济带综合开发项目整体运营良好，截至 2021 年 3 月末累计完成 194.13 亿元的投资额，该项目已累计出让 27 宗土地，共计 3,433.31 亩，总价 279.97 亿元，实现利润 76.43 亿元，已实现滚动开发，为后续的投资建设和土地出让起到了良好的带动作用。2021~2023 年本项目计划回款金额分别为 28.00 亿元、21.13 亿元、21.13 亿元。

作为非填海造地城市综合开发的江苏南京浦口海峡科工园项目，2017 年公司与业主签订补充协议增加投资建设内容，但因项目合规手续滞后，2020 年主要进行过往年度计量和审计工作，已出让土地 782 亩，总价 76.39 亿元，实现利润 8.56 亿元。2021~2023 年本项目计划回款金额分别为 10.00 亿元、10.44 亿元、10.77 亿元。

截至 2021 年 3 月末，连云港海滨新区围海造地项目累计完成投资 28.30 亿元，已出让 14 宗土地，共计 567.54 亩，总价 7.13 亿元，实现利润 -1.16 亿元，因回款问题已暂停投资，2020 年末已全额计提该项目应收账款坏账准备；公司于 2017 年 11 月收到地方政府专项债资金，现已收到回款 23.16 亿元，其余建设成本约 5.14 亿元预计将在 2021 年和 2022 年分别回款 1.28 亿元和 3.86 亿元。目前，公司正在与政府进行项目移交工作，并商讨后续收尾工作方案。

资阳市沱东新区一期土地整理项目总投资约 18.15 亿元，截至 2020 年末工程基本竣工，实现回款 14.60 亿元，实现利润 3.45 亿元。2021~2023 年本项目计划回款金额分别为 3.00 亿元、2.00 亿元、1.40 亿元。

顺义赵全营镇细胞基因产业园项目和南京浦口智慧新城项目为公司 2020 年新承揽项目，尚处

于建设初期。截至 2021 年 3 月末，顺义项目累计完成投资 0.74 亿元，预计 2023 年开始回款。南京浦口智慧新城特许经营项目于 2020 年 12 月 26 日由公司与浦口经开区管委会签订《投资合作协议》，项目公司于 2021 年 2 月成立，暂无实质性投资，项目包含两个区域，项目合作用地面积 6.27 平方公里，预计总投资 177.29 亿元，主要包括市政道路工程、场地平整工程、景观绿化工程、水系整治工程、智慧城市工程、配套设施建设工程。

整体来看，公司城市综合开发项目投资额较大，项目运作周期长，若政府规划调整或项目开发进展及土地出让不达预期，或将对公司经营和资金周转产生一定影响，中诚信国际对项目建设进度、投资安排和回款情况保持关注。

**表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在建城市综合开发项目（亿元、%）**

项目名称	合同总额	累计投资	累计回款	股权比例
张家口“未来之城”项目	220.00	7.21	1.00	60.00
南京浦口智慧新城项目	177.29	0.00	0.00	21.00
汕头东部城市经济带综合开发项目	151.30	194.13	124.05	85.00
南京浦口海峡科工园项目	129.00	81.80	68.35	100.00
连云港海滨新区围海造地项目	48.53	28.30	23.16	82.24
资阳市沱东新区一期土地整理项目	18.22	18.15	14.60	100.00
顺义赵全营镇细胞基因产业园项目	3.97	0.74	0.00	95.00
<b>合计</b>	<b>748.31</b>	<b>330.33</b>	<b>231.16</b>	<b>--</b>

**表 5：截至 2021 年 3 月末公司主要在建 PPP 项目概况（亿元、%）**

控股 PPP 项目	预计总投资	累计投资	股权比例	施工周期	运营周期	状态	回报机制
成都简州新城 PPP 项目	199.96	21.67	54.90	18 年	12 年	在建	可行性缺口补助
温州高铁新城产城融合 PPP 项目	199.88	43.49	34.00	5 年	10 年	在建	可行性缺口补助
杭州快速路项目	99.50	85.61	68.76	3 年	15 年	完工	政府付费
常州天宁经济开发区融合发展区域综合开发一期 PPP 项目	75.00	56.71	41.00	3~5 年	13~15 年	在建	可行性缺口补助
中山东路（新津河一莲凤路）道路桥梁及配套工程 PPP 项目	64.15	36.27	60.00	3 年	17 年	在建	政府付费
乌鲁木齐市老城区改造提升建设工程 PPP 项目（A2 项目包）	57.44	47.73	48.00	3 年	22 年	在建	政府付费
南京市浦口区丰子河路建设工程 PPP 项目	44.70	25.74	90.00	3 年	8 年	在建	政府付费

资料来源：公司提供

**公司在资本运营领域配置了不同期限结构、不同体量、不同风险系数的优质资产组合；控股 PPP 项目仍面临较大的投资支出和不确定性，项目推进所需融资或推升债务规模，亦对公司财务和资金管理提出更高要求**

BOO 和 BOT 模式为主的特许经营权业务以及 PPP 和 BT 模式的基础设施开发建设业务亦是公司核心主业，能够在项目期限、规模、资金来源、风险系数方面形成较好匹配，构建了较为合理的风险及收益资产组合。

作为中交股份下属全资子公司，公司负责投资大型基础设施项目，充分发挥了其作为投资平台的战略作用，有力带动了中交股份工程施工的发展，形成了较为明显的领先优势。近年来政府基础设施投资规模保持高位，使得公司基础设施开发建设业务规模快速增长。随着国家在基础设施建设领域推进 PPP 模式，公司亦持续探索相关业务，截至 2021 年 3 月末主要控股 PPP 项目 13 个，均已纳入财政部项目管理库，在建 PPP 项目施工周期主要集中在未来 2~3 年，后续仍需较大规模的投资支出，项目推进所需融资或推升债务规模，带来一定资金管理压力；建成后整体运营周期多为 10 年以上，通过政府直接付费或施行可行性缺口补助实现投资回报。同期末，公司主要参股 PPP 项目 4 个，资本金投资支出整体可控。

湖州市南浔区“百漾千河”综合治理 PPP 项目	21.24	14.98	70.00	3 年	17 年	在建	可行性缺口补助
寿光市弥河流域综合治理和地表水利用工程 PPP 项目	20.48	6.83	51.00	2 年	18 年	在建	可行性缺口补助
汕头市东海岸新城综合管廊工程 PPP 项目	18.06	16.90	63.00	2 年	18 年	在建	可行性缺口补助
南浔申苏浙皖至练杭高速公路连接线工程 PPP 项目	8.63	9.58	70.00	24 个月	144 个月	完工	政府付费
湖州市南浔区农村公路提升工程 PPP 项目	4.74	4.95	70.00	24 个月	144 个月	完工	政府付费
湖州市南浔区南浔大桥改建工程与 318 国道湖州南浔至吴兴段改建工程南浔段绿化景观工程 PPP 项目	4.44	4.59	70.00	大桥项目：26 个月；绿化项目：24 个月	大桥项目：94 个月	完工	政府付费
<b>合计</b>	<b>818.22</b>	<b>375.05</b>	--	--	--	--	--
参股 PPP 项目	预计总投资	累计投资	股权比例	施工周期	运营周期	状态	回报机制
河北太行山高速公路 PPP 项目	133.38	86.94	25.60	具体分段工期不同	25 年	在建	可行性缺口补助
贵阳经金沙至古蔺（黔川界）高速公路 PPP 项目	82.00	26.36	25.16	4 年	30 年	在建	使用者付费
南京市江宁区淳化街道新市镇建设 PPP 项目	5.19	4.53	18.00	4 年	6 年	在建	政府付费
乌鲁木齐市道路交通 PPP 项目一标段(乌鲁木齐县南旅基地—西二环工程项目及克南高架东延工程项目)	2.75	1.31	5.25	3 年	10 年	在建	政府付费
<b>合计</b>	<b>223.32</b>	<b>119.14</b>	--	--	--	--	--

注：1、控股项目累计投资为全口径，参股项目累计投资仅为公司实际资本金支出；2、乌鲁木齐市老城区改造提升建设工程 PPP 项目（A2 项目包）由公司作为社会资本主导方，除自持项目公司 20% 股权外，还通过中交投资基金持有项目公司 28% 股权，纳入合并报表范围；3、河北太行山高速公路项目具体分段工期不同，其中太行山京蔚、涞曲、西阜工期 30 个月，唐廊工期 24 个月，遵秦工期 36 个月。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司拥有进入运营期的控股项目 4 个，分别为重庆大渡口茄子溪码头、湖北嘉通高速、湖北武汉沌口长江大桥和嘉鱼北段高速公路。因公司进入运营期的路桥项目尚处于培育期，且 2020 年新冠疫情期间收费公路免收通行费，当年路桥项目运营收入缩减，仍处于亏损状态；受宏观经济影响近年港口航运景气度低迷，加之新冠疫情期间运输需求下降，2020 年重庆大渡口茄子溪码头收入和净利润分别为 0.68 亿元和 -0.36 亿元，运营收入处于近年低位且仍呈现亏损态势。公司持有码头、高速公路项目均为长期运营资产，初始培育周期较长，未来随着港口集装箱业务的开展以及周边路网的完善，BOO/BOT 等运营项目的经营情况有望逐步改善。

BT 系公司早期基建投资领域实现“短、平、快”

的主要投资模式。截至 2021 年 3 月末，公司在手 BT 项目为湖州公路项目，公司持股比例 70%，已处于回购末期，累计完成投资和累计回购额分别为 15.78 亿元和 12.79 亿元，中诚信国际将对剩余款项的回收保持关注。待在手 BT 项目回购完成后，公司投融资业务将以 PPP 等长周期项目为主，短期内现金回流或将承压。

**房地产开发节奏稳健，在售项目销售情况良好，项目滚动开发的能力逐步增强，需关注行业政策调控对公司房地产开发业务产生的影响**

中交投资房地产开发业务经过多年的发展，已经形成了相对成熟的发展模式和合理的区域结构。随着国家对房地产市场调控力度的加大，公司以去库存、消化存量项目作为房地产开发业务的核心基调，根据市场情况掌握开发节奏。

**表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在售控股住宅项目情况（亿元、万平方米）**

项目名称	项目业态	计划总投资	累计投资	累计回款	剩余可售面积	已售未结转金额
重庆中交锦悦项目	高层、洋房、别墅	86.36	67.97	67.32	47.33	15.42
厦门中交和美新城项目	洋房、高层、别墅	79.90	41.79	63.35	2.78	0.27
中交锦度项目	住宅、商业、车位	43.39	32.77	1.11	1.00	3.90
重庆中交丽景项目	洋房、小高层	38.30	38.89	46.77	5.70	0.00
南京中交锦蘭荟项目	小高层、商业	35.88	32.56	44.46	3.76	0.00
南京中交锦致项目	高层	16.24	14.02	16.15	0.74	0.09
资阳中交锦湾项目	洋房、小高层	14.12	16.11	8.41	5.65	0.23
资阳锦亭项目	商品房	10.02	7.56	7.98	6.71	3.34

注：计划总投资会根据当年成本情况测算后进行动态调整。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司控股房地产项目有 14 个，计划总投资约为 489.43 亿元，累计完成投资约为 268.55 亿元，累计回款 782.62 亿元，已实现滚动开发，未来投资支出较为可控。从土地储备方面来看，2020 年以来，公司新增石景山区刘娘府地区、两江新区大竹林组团 O 分区 O18-6 地块 2 个土地项目，合计购地支出 57.20 亿元，截至 2021 年 3 月末土地储备总面积为 25.40 万平方米。未来，公司将持续深耕京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等核心区域进行土地储备合理布局。**中诚信国际**认为，公司仍有一定的在建及在售房地产项目储备，项目质量较高，为未来房地产销售业绩的稳定性提供了支撑。但近年来，国家房地产行业政策波动较大，对房地产业务发展产生一定影响，**中诚信国际**将持续关注公司房地产开发运营情况。

此外，公司在手的南京市六合安置房项目为政府保障项目，分 4 个地块进行投资建设，竣工后由政府进行回购，动态测算总投资约为 22.69 亿元，截至 2021 年 3 月末累计投资已超过 90%，累计回款超过 15 亿元。

## 战略规划及管理

**公司将继续以基础设施类项目为主，城市综合开发、房地产和金融业务为辅；需关注宏观经济环境和行业政策变动对战略执行的影响**

公司将以交通和城市为核心业务，通过“投资+运营+资本”的模式发挥战略投资平台和产业经

营平台的优势。具体来看，基础设施类作为主要投资板块，公司将在稳步发展高速公路以及桥梁隧道投资的基础上，进一步拓展轨道交通、综合交通枢纽及停车场投资；城市综合开发领域将积极创新商业模式，重点探索海绵城市和综合管廊等领域；房地产开发方面，公司将发挥土地一级开发优势，跟踪养老、教育等特色地产项目并探索商业地产运营模式。此外，公司将继续推进金融产业布局，探索 PPP 产业基金、绿色基金、基础设施 REITs 等。

未来随着基础设施类资产质量的提高、资本运营项目逐步进入经营回收期以及城市综合开发和房地产有序推进，公司盈利能力将稳步提高。**中诚信国际**将关注宏观经济环境变化、国家相关政策变动、行业周期性波动等因素对公司战略实施效果的影响。

## 法人治理结构较为完善，内控机制良好

公司按照公司法及相关法律法规的要求进行各项制度建设。**中交股份**作为独家股东行使出资人的权利；设董事会，由 5 名成员组成，设董事长 1 名，均由出资人委派。公司设监事 1 名，由出资人委派。公司本部主要采取职能型组织结构，对关键业务领域形成事业部管理模式，主要发掘投资机会、防范风险、资产处置、融资以及对项目公司进行监督、检查、协调、服务和指导等。

公司已制定了较为完善的预算管理制度、财务管理制度、投融资决策制度、风险管理制度、项目

建设制度等，管理体制和管理模式适应自身特点和发展需要，内控机制良好。公司财务管理制度按照“统一领导、分级管理、分级核算”的原则，对内部资金实行集中管理制度，引导所属单位将资金更多向上集中在财务公司或结算中心，公司财务资金部负责组织公司整体信贷规模和风险管理，并对各子公司的资金管理工作进行监督和指导，对各级单位资金实行统借统还，原则上不允许相互拆借资金和对外单位提供担保，且各子公司对外流动资金借款均需通过公司批准；对项目建设资金专款专用并按规定专户存储，对项目建设资金的筹集、管理、使用全过程进行监督检查，确保资金安全合理的使用。此外，中交集团统一实行资金集中管理，要求资金上存。近年来直属事业部和各地区项目公司在经营区域、经营职能等方面的关系得到了进一步理顺，但在管理制度执行方面仍有待持续优化。

## 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2018~2019年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，其中2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

### 盈利能力

**投资业务的特性决定了公司营业毛利率处于较高水平，近年来有所波动；利润规模逐年增长，但费用管控能力有待加强**

投资业务的特性决定了公司营业毛利率水平高于传统工程施工企业，但近年来有所波动。具体来看，基础设施开发建设业务主要包括城市综合开发和PPP模式等资本运营项目，其中城市综合开发项目以净收益确认收入，毛利率保持较高水平；资本运营项目由于区位、约定结算方式存在一定差

异，盈利水平亦不尽相同，导致毛利率存在较大波动性，2020年有所下滑。特许经营权业务以BOT和BOO项目为主，2020年该板块毛利率虽略有下降但仍稳定在较好水平。房地产开发业务毛利率维持较好水平，2019年以来随着价格较高的南京中交锦蘭荟等项目销售情况良好，毛利率逐年上升。2021年一季度，公司在建项目施工进展顺利，当期营业毛利率为71.20%。

表7：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

	2018	2019	2020
特许经营权	55.83	56.61	47.99
房地产开发	39.41	47.81	49.99
基础设施开发建设	100.00	98.85	84.36
其他	88.97	75.13	70.76
<b>营业毛利率</b>	<b>66.99</b>	<b>68.87</b>	<b>64.27</b>

资料来源：公司提供

随着业务规模的扩大，近年来公司期间费用持续增长，其中房地产项目主要采取与大型房地产商合作的模式，销售费用相对较低，管理费用受员工薪资增长以及信息化改造影响保持上升态势，2019年以来公司债务规模大幅增加推动财务费用显著上升，期间费用和期间费用率亦较快增长。2021年一季度，财务费用同比增长使得期间费用率进一步上升，对利润侵蚀较大，费用管控能力有待加强。

伴随着业务扩张和收入增长，公司以经营性业务利润为主的利润总额逐年提升。因部分房地产项目的车位去化较慢，2020年公司计提存货跌价准备2.11亿元，导致当年资产减值损失较多，对利润产生侵蚀；受新冠疫情期间收费公路免收过路费影响，公司部分参股高速公路运营亏损，使得2020年投资收益为负。盈利指标方面，利润增长带动EBITDA提升，但由于营业收入和所有者权益规模上升较快，2020年EBITDA利润率和净资产收益率均呈下降趋势。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	0.75	0.77	0.99	0.18
管理费用	3.14	4.08	4.73	1.40
财务费用	4.51	9.76	17.78	4.72
<b>期间费用合计</b>	<b>8.39</b>	<b>14.61</b>	<b>23.49</b>	<b>6.30</b>

期间费用率(%)	12.88	18.98	19.94	27.36
经营性业务利润	33.18	35.16	43.67	9.94
资产减值损失	1.05	1.64	3.53	1.03
投资收益	0.40	0.02	-3.30	-0.62
利润总额	32.01	33.71	37.40	8.62
净利润	23.71	24.22	25.78	6.15
EBIT	37.87	44.20	55.81	--
EBITDA	39.83	48.14	59.71	--
EBITDA 利润率(%)	61.16	62.55	50.68	--
净资产收益率(%)	9.24	7.98	7.48	6.69*

注：中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”；带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**随着基础设施开发建设和房地产开发项目的持续投入，公司资产和负债规模逐年扩张，资本实力亦不断增强；债务期限结构较为合理，但快速上升的有息债务导致财务杠杆整体上升，未来仍面临债务上行压力**

近年来，公司总资产增速较快，以基础设施开发建设和特许经营权项目为主的业务结构决定了非流动资产占比较高，截至 2021 年 3 月末为 67.27%。具体来看，长期应收款主要为应收 BT、PPP 项目回购款以及城市综合开发业务应收款，随着在手项目的持续投入呈逐年增长趋势，且此类项目尚需投资规模较大，长期应收款预计将保持在较高水平；长期股权投资主要为对参股高速公路项目公司的投资，随着高速公路建设项目的推进和追加投资，长期股权投资呈增长趋势；无形资产主要为 BOT 业务特许经营权，近年来仍保持在一定规模。流动资产方面，公司存货以房地产开发成本、开发产品为主，2019 年公司房地产开发进度加快使得当年末存货大幅增长；其他应收款主要为与中国交通建设集团有限公司下属单位的往来款；此外，公司货币资金保持一定规模，截至 2021 年 3 月末受限货币资金为 1.92 亿元，受限比例较小。

**表9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	60.08	65.04	56.35	53.29
存货	98.37	171.71	190.86	211.48
其他应收款	44.23	31.95	33.54	48.67

<b>流动资产</b>	<b>256.95</b>	<b>352.36</b>	<b>356.87</b>	<b>400.92</b>
长期应收款	220.65	352.24	497.80	528.89
长期股权投资	39.15	45.29	56.37	58.40
无形资产	164.57	161.33	159.80	158.39
<b>非流动资产</b>	<b>482.49</b>	<b>614.53</b>	<b>784.44</b>	<b>823.86</b>
<b>总资产</b>	<b>739.45</b>	<b>966.89</b>	<b>1,141.31</b>	<b>1,224.79</b>

注：中诚信国际分析时，将“合同资产”计入“存货”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债以有息债务为主，主要包括债券和银行借款，其在中交股份中投资引领的战略定位使得投融资规模保持在较高水平。2019 年以来，公司发行中期票据，并加大银行借款力度，当年末债务规模快速上涨。目前在建项目尚需较大投资支出，未来公司仍面临一定的债务上行压力。截至 2021 年 3 月末，长期债务占总债务的比例为 88.04%，符合基础设施开发建设业务的投资周期长、资金需求量较大的业态特征，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。

近年来，公司以实收资本、未分配利润和少数股东权益为主的所有者权益规模持续增长，主要得益于自身利润的积累及参股项目公司吸收投资带动少数股东权益增加，且公司将 2020 年发行的 55.00 亿元永续债券计入其他权益工具。此外，2020 年公司获中交股份批复同意以 19.49 亿元未分配利润转增资本，当年末实收资本升至 125.00 亿元，资本实力不断增强。截至 2021 年 3 月末，公司偿还到期永续债券，所有者权益有所下降；受债务规模快速增加影响，财务杠杆水平整体上升。

**表10：近年来公司主要负债和权益情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	9.06	39.51	40.55	52.78
长期借款	242.63	349.69	514.81	564.90
应付债券	11.40	35.00	35.00	65.00
<b>总负债</b>	<b>448.00</b>	<b>650.99</b>	<b>768.02</b>	<b>862.82</b>
<b>总债务</b>	<b>296.80</b>	<b>456.82</b>	<b>622.77</b>	<b>715.46</b>
实收资本	105.51	105.51	125.00	125.00
未分配利润	71.85	85.36	63.71	69.45
少数股东权益	68.18	78.89	95.28	103.15
<b>所有者权益</b>	<b>291.44</b>	<b>315.90</b>	<b>373.29</b>	<b>361.97</b>
资产负债率(%)	60.59	67.33	67.29	70.45
总资本化比率(%)	50.46	59.12	62.52	66.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**公司经营净现金流持续为负，资本运营项目投资增长使得投资现金净流出敞口扩大，债务逐年上涨导致整体偿债能力有所弱化，但很强的筹资能力为经营扩张提供了一定支撑**

随着公司 BT 项目进入回款末期，其他资本运营项目仍处于投资前期，经营活动现金流持续净流出，2020 年缺口有所收窄。公司投资支出主要为资本运营项目的资本金投资及土地价款支出，随着资本运营项目推进以及土地项目的获取，投资活动资金流出敞口不断扩大。为弥补资金缺口，公司持续加大对对外融资力度，筹资活动净现金流逐年上升，很强的筹资能力为投资扩张提供一定支撑。

偿债能力方面，公司经营活动净现金流持续为负，无法覆盖债务本息。EBITDA 逐年增长，可以较好覆盖利息支出，但债务规模增长较快使得 EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降，2020 年相关偿债指标有所弱化。此外，公司货币资金较为充足，截至 2020 年末，能在一定程度上覆盖同期末短期债务，为债务偿还提供支持。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	-43.93	-63.51	-30.83	-16.65
投资活动净现金流	-26.05	-74.65	-155.00	-56.50
筹资活动净现金流	50.22	143.73	177.88	67.19
EBITDA 利息倍数	4.56	4.59	2.46	--
经营活动净现金流/利息支出	-5.03	-6.06	-1.61	--
总债务/EBITDA	7.45	9.49	10.43	--
经营活动净现金流/总债务	-0.15	-0.14	-0.05	-0.09*
货币资金/短期债务	1.40	0.90	0.77	0.62
经营活动现金流入/短期债务	2.73	2.24	2.35	1.61*

注：带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 良好的银企关系和充足的备用流动性能够为整体偿债能力提供支持

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保，亦无影响其正常经营的重大未决诉讼。

<sup>2</sup> 非公开定向债务融资工具、中票等债券融资由公司上报中交股份统一审

资产抵质押方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值为 540.85 亿元，占总资产的比重为 47.39%，主要为用于获得质押借款的特许经营权和项目收益权等。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司本部共获得各银行综合授信额度(不包含项目贷款)<sup>2</sup>约 273.50 亿元，其中未使用额度约 252.97 亿元，良好的银企关系使公司具有很强的财务弹性。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2021 年 4 月 8 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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**中交股份在交通基础设施建设领域具有突出的行业地位和雄厚实力；公司作为其下属最大的专业化投资平台，能够在业务来源、资金等多方面获得支持**

公司控股股东中交股份为中国领先的交通基础设施建设企业，已经形成了规划、勘察、设计、施工一体化，基础设施工程承包与投资运营一体化的经营格局，其基建设计、基建建设、疏浚和装备制造四项核心业务均处于行业领先地位，综合实力雄厚。以中交股份为核心资产的中交集团连续 12 年入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2020 年位列第 78 位。自 1992 年起，中交集团连续进入《美国工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2020 年 ENR 公布的工程承包商排名中，中交集团的国际业务排名第 4 位，在上榜中国企业家中排名首位。

中交投资定位于中交股份下属专业化对外投资平台，亦是中交股份系统内最大的、核心的基建投融资平台，战略地位突出。公司依托中交股份全

批，并占用中交股份的授信额度。

产业链的优势，积极承揽大型投融资项目，带动中交股份工程主业的发展及经营结构调整，从而形成优势互补、上下联动的协同效应。资金方面，自 2008 年以来，中交股份多次以股权和现金等方式对公司进行注资，并于 2020 年批复允许公司以未分配利润转增实收资本，使得公司资本实力不断提升，截至 2021 年 3 月末实收资本增至 125.00 亿元。此外，中交股份还通过发行债券以及内部结算中心为公司提供信贷支持，对其大体量的城市综合开发项目提供担保支持。

## 偿债保证措施

### 担保方中交股份实力很强，能够为公司债务的偿还提供有力保障

中国交通建设股份有限公司为公司本期拟发行的公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中交股份是 2006 年 10 月 8 日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”)“国资改革[2006]1063 号文”批准，由中国交通建设集团公司(改制后更名为中国交通建设集团有限公司)整体重组改制并以其核心业务相关的资产、股权出资方式独家发起设立的股份有限公司，设立时注册资本 108 亿元。中交集团系 2005 年 12 月由中国港湾建设(集团)总公司和中国路桥(集团)总公司以新设合并方式组建而成，隶属于国务院国资委。截至 2021 年 3 月末，中交股份总股本为 161.66 亿元，控股股东中交集团直接持股比例为 57.99%，最终控制人为国务院国资委。

中交股份的核心业务包括交通基础设施的设计建造业务和疏浚业务，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；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 2020 年末，中交股份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，技术实力极强。截至 2020 年末，中交股份总资产为 13,041.69 亿元，所有者权益为 3,578.03 亿元，资产负债率为 72.56%；2020 年，中交股份实现营业总收入 6,275.86 亿元，净利润为 193.49 亿元，经营活动净现金流 138.51 亿元。

综上所述，中诚信国际评定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。中交股份拥有很强的综合实力和业务持续发展能力，能够为本期债券的按期偿还提供有力保障。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定中交投资有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于中交投资有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）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起（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进行披露。

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。

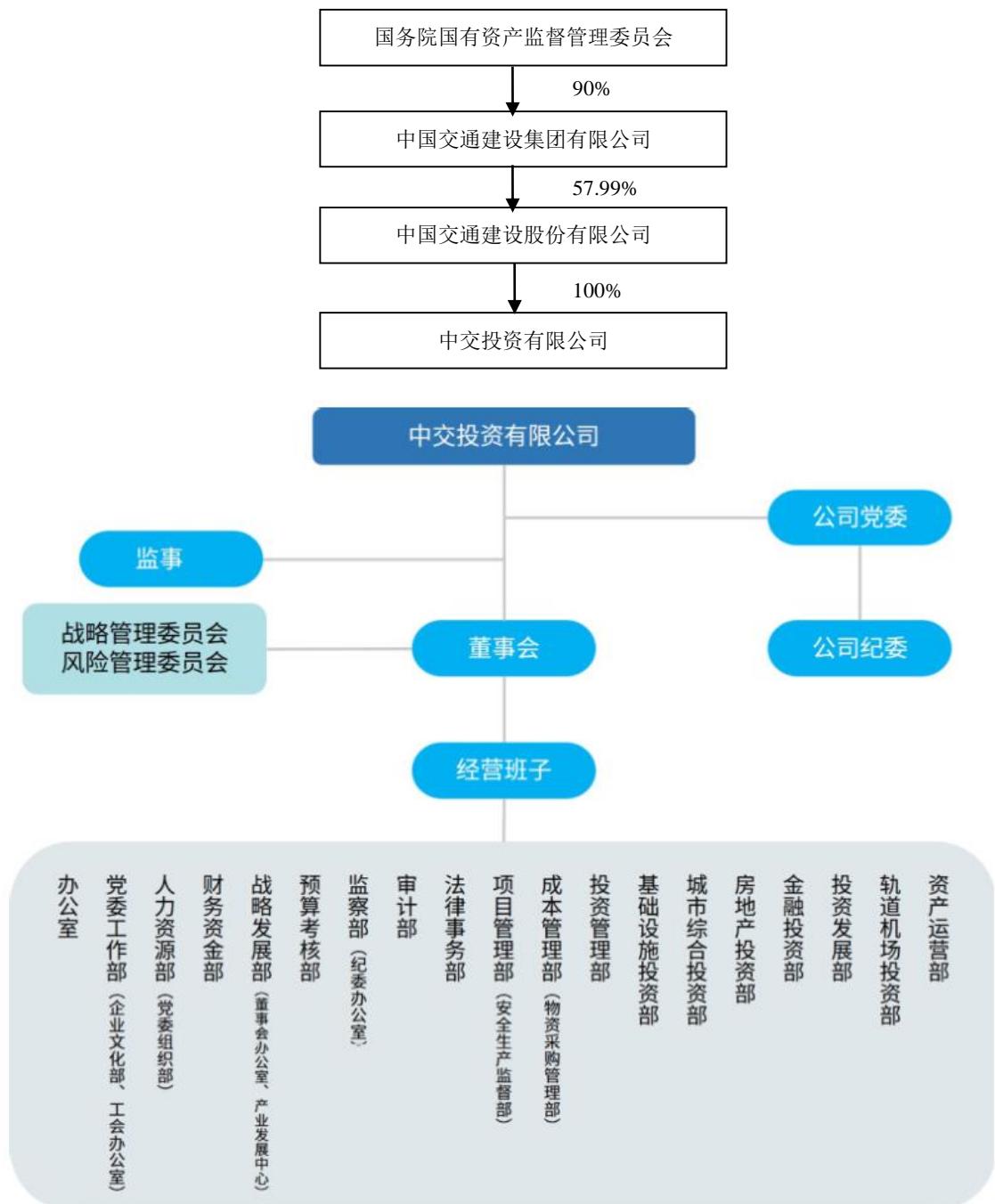
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

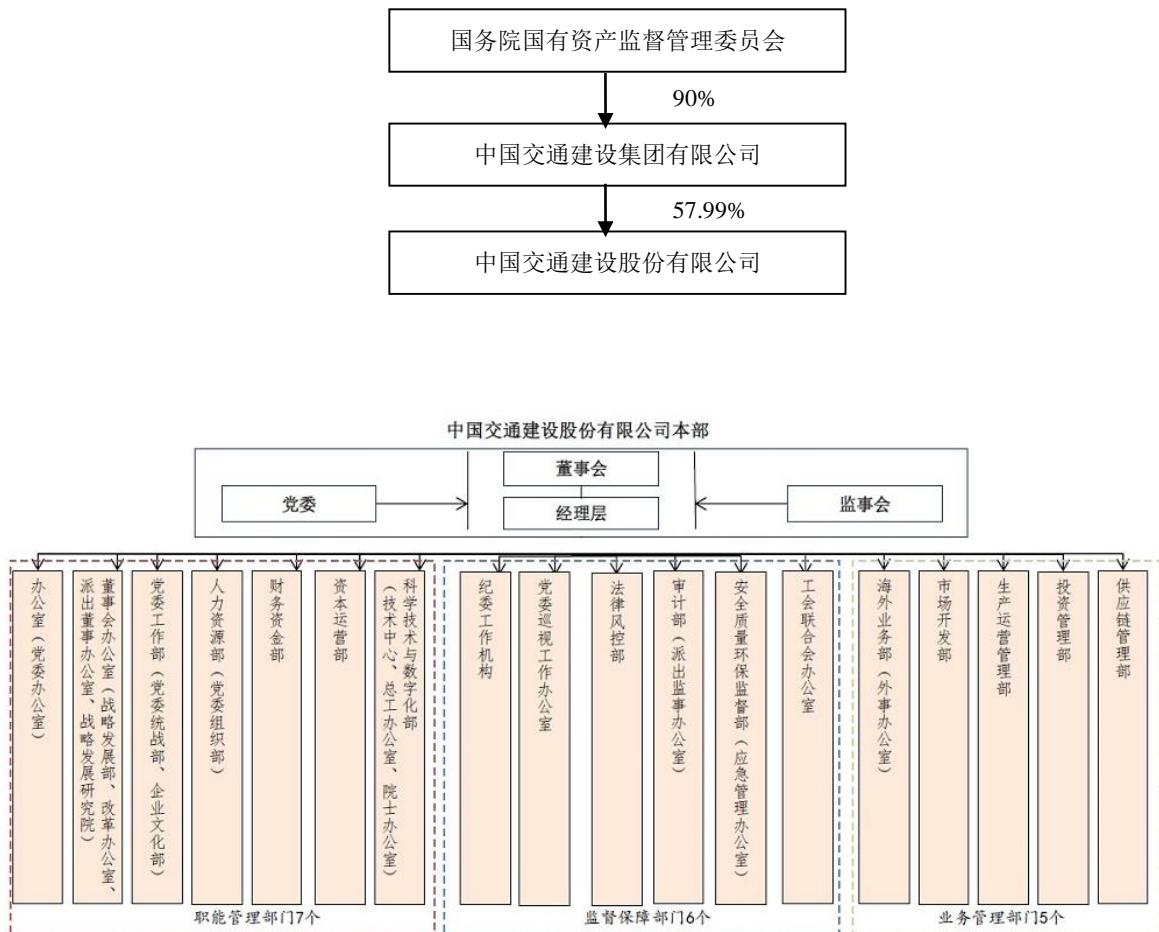
中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 8 月 9 日

## 附一：中交投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



## 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 2021 年 3 月末）



资料来源：中交股份提供

### 附三：中交投资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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	600,804.03	650,375.98	563,494.12	532,915.02
应收账款净额	66,503.43	103,309.75	287,290.78	338,720.05
其他应收款	442,348.72	319,528.87	335,429.28	486,678.68
存货净额	983,657.33	1,717,068.42	1,908,611.15	2,114,829.88
长期投资	607,808.47	670,930.48	789,145.97	809,703.53
固定资产	53,203.38	31,816.87	34,602.35	34,238.67
在建工程	4,237.72	4,724.34	5,096.69	5,207.08
无形资产	1,645,652.24	1,613,303.19	1,597,962.03	1,583,864.12
总资产	7,394,464.67	9,668,921.67	11,413,127.47	12,247,857.79
其他应付款	553,623.21	484,269.70	238,227.31	199,147.95
短期债务	427,696.93	721,237.30	729,594.32	855,591.20
长期债务	2,540,268.39	3,846,938.95	5,498,104.47	6,299,005.32
总债务	2,967,965.31	4,568,176.25	6,227,698.78	7,154,596.51
净债务	2,367,161.28	3,917,800.27	5,664,204.67	6,621,681.50
总负债	4,480,038.47	6,509,892.47	7,680,225.28	8,628,174.57
费用化利息支出	58,593.10	104,866.22	184,089.66	--
资本化利息支出	28,672.55	0.00	58,662.89	--
所有者权益合计	2,914,426.19	3,159,029.20	3,732,902.19	3,619,683.22
营业总收入	651,223.47	769,613.95	1,178,121.99	230,248.23
经营性业务利润	331,782.88	351,554.29	436,740.57	99,385.51
投资收益	4,018.99	184.99	-33,005.76	-6,214.70
净利润	237,142.67	242,240.33	257,803.64	61,453.79
EBIT	378,674.38	441,987.56	558,072.30	--
EBITDA	398,288.23	481,399.09	597,072.35	--
经营活动产生现金净流量	-439,262.35	-635,087.20	-308,290.95	-166,526.40
投资活动产生现金净流量	-260,457.11	-746,524.28	-1,550,003.10	-564,987.45
筹资活动产生现金净流量	502,209.14	1,437,292.42	1,778,752.58	671,949.73
资本支出	314,535.22	86,883.99	189,710.11	453,796.29
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	66.99	68.87	64.27	71.20
期间费用率(%)	12.88	18.98	19.94	27.36
EBITDA 利润率(%)	61.16	62.55	50.68	--
总资产收益率(%)	5.50	5.18	5.29	--
净资产收益率(%)	9.24	7.98	7.48	6.69*
流动比率(X)	1.43	1.42	1.86	2.00
速动比率(X)	0.88	0.73	0.86	0.95
存货周转率(X)	0.24	0.18	0.23	0.13*
应收账款周转率(X)	13.72	9.06	6.03	2.94*
资产负债率(%)	60.59	67.33	67.29	70.45
总资本化比率(%)	50.46	59.12	62.52	66.40
短期债务/总债务(%)	14.41	15.79	11.72	11.96
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	-0.14	-0.05	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-1.03	-0.88	-0.42	-0.78*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.03	-6.06	-1.27	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-21.53	-19.38	-12.84	--
总债务/EBITDA(X)	7.45	9.49	10.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.67	0.82	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.56	4.59	2.46	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.34	4.21	2.30	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时，将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收款项”，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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	13,436,818.66	12,543,888.47	12,805,442.70	12,097,680.66
应收账款净额	8,345,483.98	9,593,338.68	10,242,097.45	10,217,771.61
其他应收款	3,381,274.68	3,740,698.32	4,537,508.90	4,110,271.80
存货净额	12,797,458.56	15,883,370.86	18,130,611.18	20,014,036.91
长期投资	6,892,400.77	8,390,982.35	10,897,485.70	11,120,148.50
固定资产	4,879,786.72	4,710,049.93	4,846,508.60	4,964,115.78
在建工程	702,665.17	974,609.27	1,185,151.61	1,184,073.44
无形资产	19,198,560.05	22,655,584.64	23,870,431.83	24,053,315.27
总资产	96,047,608.56	112,039,949.29	130,416,859.01	135,999,720.80
其他应付款	4,793,223.28	5,110,833.56	6,162,875.93	5,279,204.94
短期债务	11,205,274.63	12,150,329.73	12,998,846.85	17,012,154.82
长期债务	21,494,046.77	26,301,120.97	31,775,076.34	35,134,983.67
总债务	32,699,321.39	38,451,450.69	44,773,923.18	52,147,138.49
净债务	19,262,502.73	25,907,562.22	31,968,480.48	40,049,457.83
总负债	72,079,390.81	82,402,018.50	94,636,515.97	99,742,693.11
费用化利息支出	1,067,808.51	1,383,453.96	1,596,020.02	--
资本化利息支出	255,646.34	198,356.00	210,146.82	--
所有者权益合计	23,968,217.75	29,637,930.79	35,780,343.04	36,257,027.69
营业总收入	49,087,212.83	55,479,236.53	62,758,619.45	15,192,755.58
经营性业务利润	2,583,717.05	2,803,676.18	3,037,503.72	695,163.10
投资收益	190,935.26	167,479.45	1,731.09	-17,526.28
净利润	2,029,375.51	2,161,982.65	1,934,861.74	567,397.22
EBIT	3,612,712.72	4,054,808.54	4,141,014.96	--
EBITDA	4,625,936.08	5,277,538.35	5,375,180.16	--
经营活动产生现金净流量	909,807.27	593,126.01	1,385,144.56	-3,390,874.41
投资活动产生现金净流量	-5,031,201.90	-6,571,369.05	-10,568,665.76	-2,296,376.22
筹资活动产生现金净流量	3,863,084.19	5,092,329.33	9,368,734.64	4,954,979.09
资本支出	3,881,759.02	6,375,950.52	9,218,441.20	1,589,490.20
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	13.49	12.76	13.02	11.89
期间费用率(%)	7.93	7.46	7.87	7.14
EBITDA 利润率(%)	9.42	9.51	8.56	--
总资产收益率(%)	3.99	3.90	3.42	--
净资产收益率(%)	9.11	8.07	5.92	6.30*
流动比率(X)	1.00	1.01	1.00	1.01
速动比率(X)	0.74	0.70	0.69	0.67
存货周转率(X)	3.29	3.38	3.21	2.81*
应收账款周转率(X)	6.48	6.04	6.33	5.94*
资产负债率(%)	75.05	73.55	72.56	73.34
总资本化比率(%)	57.70	56.47	55.58	58.99
短期债务/总债务(%)	34.27	31.60	29.03	32.62
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.02	0.03	-0.26*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	0.05	0.11	-0.80*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.69	0.37	0.69	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-2.99	-4.32	-2.66	--
总债务/EBITDA(X)	7.07	7.29	8.33	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.43	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.50	3.34	2.67	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.73	2.56	2.05	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、“\*”指标经年化；3、中诚信国际分析时，将中交股份计入“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；4、中诚信国际分析时将“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”；5、由于缺少数据，部分指标无法计算。

## 附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	=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
	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	=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
	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	=长期债务+短期债务
	=总债务-货币资金
	=负债总额/资产总额
经营效率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	=存货周转率
	=营业收入/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
	=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）
	=（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）/营业收入
	=经营性业务利润
	=营业收入-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）
现金流	=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/当年营业总收入
	=EBITDA/当年营业总收入
偿债能力	=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-（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）
	=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”。

## 附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。