

中交第四公路工程局有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 2 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪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 [2022]跟踪 0424 号

中交第四公路工程局有限公司：

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 四局 Y1”、“20 四局 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二日

评级观点：中诚信国际维持中交第四公路工程局有限公司（以下简称“中交四公局”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“19 四局 Y1”、“20 四局 Y1”的债项信用等级为 **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。中诚信国际肯定了公司股东实力雄厚；2021 年公司新签合同额进一步增长；项目储备充足以及跟踪期内公司债务规模下降，权益增加，资本结构有所优化以及担保方实力极强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司在建项目面临一定的资本支出压力，PPP 项目回购周期长，未来运营效益存在不确定性以及跟踪期内盈利能力有所减弱，经营活动现金流呈大额净流出态势等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中交四公局（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	520.72	691.91	664.95	724.06
所有者权益合计（亿元）	93.71	140.80	167.15	182.79
总负债（亿元）	427.01	551.11	497.79	541.27
总债务（亿元）	108.65	160.65	119.27	125.16
营业总收入（亿元）	372.00	437.83	437.19	129.22
净利润（亿元）	11.70	17.54	14.10	5.30
EBIT（亿元）	16.38	23.76	20.54	--
EBITDA（亿元）	17.76	25.06	21.85	--
经营活动净现金流（亿元）	2.94	40.39	-49.20	-35.67
营业毛利率（%）	10.15	11.31	10.86	10.34
总资产收益率（%）	3.82	3.92	3.03	--
资产负债率（%）	82.00	79.65	74.86	74.75
总资本化比率（%）	53.69	53.29	41.64	40.64
总债务/EBITDA（X）	6.12	6.41	5.46	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.17	4.43	5.57	--
中国交建（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	11,203.99	13,041.69	13,908.37	14,774.85
所有者权益合计（亿元）	2,963.79	3,578.03	3,913.54	4,025.37
总负债（亿元）	8,240.20	9,463.65	9,994.83	10,749.48
总债务（亿元）	3,845.15	4,477.39	4,846.49	5,401.81
营业总收入（亿元）	5,547.92	6,275.86	6,856.39	1,720.95
净利润（亿元）	216.20	193.49	234.96	63.28
EBIT（亿元）	405.48	414.10	471.72	--
EBITDA（亿元）	527.75	537.52	593.14	--
经营活动净现金流（亿元）	59.31	138.51	-126.43	-333.63
营业毛利率（%）	12.76	13.02	12.52	11.66
总资产收益率（%）	3.90	3.42	3.50	--
资产负债率（%）	73.55	72.56	71.86	72.76
总资本化比率（%）	56.47	55.58	55.33	57.30
总债务/EBITDA（X）	7.29	8.33	8.17	--
EBITDA 利息倍数（X）	3.34	2.98	2.90	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。

正面

■ **股东实力雄厚。**公司股东中国交建在基建领域龙头地位稳固，业务发展态势良好，综合竞争实力极强。公司作为其重要子公司，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持。

■ **新签合同额进一步增长。**齐备的业务资质为公司承接规模和技术难度大的工程带来良好优势，2021 年新签合同额进一步增长至 1,026.94 亿元。

■ **项目储备充足。**截至 2022 年 3 月末，公司在手订单金额为 1,389.36 亿元，项目储备量充足，可为公司未来业务发展提供一定支撑。

■ **跟踪期内公司债务规模下降，权益增加，资本结构有所优化。**2021 年，公司通过开展债转股业务引入增资，使权益规模进一步增长；同时，公司负债和总债务规模减小，资产负债率和总资本化比率均同比下降，资本结构有所优化。

■ **担保方实力极强。**“19 四局 Y1”、“20 四局 Y1”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，2021 年中国交建新签合同额为 12,679.12 亿元，当期末在手合同总金额为 31,282.54 亿元，极强的项目承揽能力和充足的项目储备使其综合实力雄厚，可为债券偿还提供有力支持。

关注

■ **在建项目面临一定资本支出压力。**跟踪期内，公司在建项目较多，未来随着项目建设进度的持续推进，公司的负债水平或仍将维持高位，且面临一定的资本支出压力。

■ **PPP 项目回购周期较长，未来运营效益存在不确定性。**公司 PPP 项目的运营及回购周期均较长，相关项目后续实施进展及运营效果存在不确定性。

■ **跟踪期内盈利能力有所减弱，经营活动现金流呈大额净流出态势。**2021 年公司营业总收入同比下降 0.15%，净利润同比下降 19.61%，盈利能力有所减弱。此外，跟踪期内由于公司将金融资产核算的 PPP 项目建造支出调整至经营活动现金流出列示，使得当期经营活动现金净流出 49.20 亿元，经营获现稳定性有待持续关注。

评级展望

中诚信国际认为，中交第四公路工程局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。**竞争实力弱化导致经营及业务承揽规模大幅下降；项目回款情况滞后推升公司财务杠杆比率持续攀升；项目投资回报率未及预期，导致盈利水平大幅下降等。

同行业比较

2021 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)
中交一公局集团有限公司	2,001.31	1,241.02	5.89	64.05	10.09	106
中交疏浚(集团)股份有限公司	928.12	451.14	4.37	39.78	7.71	308
中交第四公路工程局有限公司	1,026.94	437.19	9.16	41.64	6.00	118

注：总债务/EBITDA 指标为三年平均值。

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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊 条款
19 四局 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2019/11/27~2022/11/27 (3+N)	发行人续期选择权，票面 利率选择权，赎回条款
20 四局 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	8.00	8.00	2020/03/27~2023/03/27 (3+N)	发行人续期选择权，票面 利率选择权，赎回条款

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。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2019〕215号文”批复核准，公司准向合格投资者公开发行面值总额不超过18亿元的可续期公司债券。中交第四公路工程局有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为首期发行，债券简称“19四局Y1”，发行规模为10.00亿元，募集资金扣除发行费用后，用于偿还公司有息债务，截至2022年3月末，“19四局Y1”债券募集资金已使用完毕。

中交第四公路工程局有限公司2020年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为第二期发行，发行规模为8.00亿元，债券简称“20四局Y1”，债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还有关债务和补充流动资金，且不低于0.80亿元用于支持疫情防控相关业务。截至2022年3月末，“20四局Y1”债券募集资金已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放

缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额

度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

新型城镇化的深入推进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 2021 年末我国常住人口城镇化率为 64.72%，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。

为进一步提高我国城镇化水平，2021 年 4 月，国家发展改革委印发《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，在促进农业转移人口有序融入城市、提升城市群和都市圈承载能力、促进大中小

城市和小城镇协调发展、加快建设现代化城市、提升城市治理水平、加快推进城乡融合发展、组织实施七个方面提出 24 条措施。同时，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称《“十四五”规划》）中亦提出“坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为核心的新型城镇化战略”。

中诚信国际认为，新型城镇化战略的推进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，在加快农业转移人口市民化、完善城镇化空间布局、全面提升城市品质的过程中，会催生对住宅、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一定支撑。

全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划、大力支持新基建等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

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。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。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¹左右。12 月，交通运输部印发《数字交通“十四五”发展规划》，目标是到 2025 年，数字交通体系深入推进，“一脑、五网、两体系”的发展格局基本建成，交通新基建取得重要进展。同月，中央经济工作会议提出积极的财政

¹ 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

政策，“适度超前”开展基础设施投资，支持水利、交通、生态环保、农业农村、市政和新型基础设施建设将对基建投资形成一定支撑。

中诚信国际认为，随着国家政策的大力支持，全面实施乡村振兴战略，5G 基建、高铁、新能源等新基建和“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）等领域、以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设将迎来结构性投资机会，可为相关基建施工企业的发展提供一定支撑。

跟踪期内公司开展债转股业务引入增资，资本实力有所增强；公司治理未发生重大变化

跟踪期内，公司通过开展债转股业务引入工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银金投”）和中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银金投”）对公司进行增资，合计出资 20.00 亿元，其中 1.55 亿元计入实收资本，18.45 亿元计入资本公积。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本 20.94 亿元，控股股东中国交建持股比例降至 74.02%，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银金投”）和建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信金投”）的持股比例均降至 9.30%，工银金投、中银金投的持股比例均为 3.69%，公司实际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”）。跟踪期内，公司业务范围无重大变化。此外，公司已形成规范的治理结构和内控体系。同时，为提升管理能力、投资效益和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套完整的内部控制制度。2021 年以来，公司未发生与公司治理相关的重大变化，内控体系运行较为规范，日常经营活动正常运行。

2021 年公司房建业务的发展推动公司新签合同总额同比增长，房建新签占比进一步提升；充足的项目储备为公司未来收入提供有力保障

公司业务资质齐备，具有公路工程、建筑工程、市政公用工程 3 项施工总承包特级资质，桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公路路基工程、建筑装饰装修工程等 12 项专业承包资质，以及公路行业工程设计甲级、工程设计建筑行业（建筑工程）甲级、工程设计市政行业甲级 3 项工程设计资质，同时凭借较全面的资质条件和丰富的施工经验，承建的项目斩获国际和国内多个奖项。

2021 年受传统公路投资趋缓和市场竞争加大影响，公司公路工程新签合同额进一步下滑。2021 年以来，公司重点突破房建业务，扩大房建业务作为核心主业的优势，新签上饶市城投集团公司中心城区七个安置房项目、中交未来科创城综合开发项目等重大合同，当期房建业务承揽规模大幅增加。受业务结构调整影响，跟踪期内公司市政工程新签合同额同比下降明显。截至 2022 年 3 月末，公司在手订单金额为 1,389.36 亿元，其中公路、房建和市政项目占比分别为 20.40%、56.47%和 19.76%，充足的项目储备可为公司业务发展提供一定支撑。

表 1：近年来公司各板块新签合同额（亿元）

业务类型	2019	2020	2021	2022.1~3
公路工程	228.56	122.07	110.13	79.36
房建建筑	431.95	411.51	773.08	277.89
市政工程	47.60	262.99	142.05	26.25
其他	0.55	5.21	1.68	0.00
合计	708.66	801.78	1,026.94	383.50

资料来源：公司提供

从区域分布来看，公司在全国主要省份均拥有重点优势区域，近年来公司积极拓展开发西南、华东、华中和京津等区域，业务区域不断拓宽。2021 年，华东、华中等优势区域承揽规模进一步增长；东北、海西、京津地区新签合同额亦显著增加；但西南地区因地方城投暴雷事件多发，导致部分省市被纳入金融机构禁入名单，使得当地项目融资难度增大，公司原拟定的现汇招标项目无法正常推进，当期新签合同额同比下降 48.46%。

表 2：公司新签合同额区域结构（亿元）

业务区域	2019	2020	2021	2022.1~3
东北地区	27.22	14.74	72.98	5.53
西南地区	348.24	315.06	162.39	74.11

西北地区	44.75	48.51	60.37	15.37
华东地区	113.33	185.15	201.29	105.96
华中地区	32.00	100.14	276.12	70.43
海西地区	58.68	17.83	70.47	41.62
华南地区	31.84	60.20	49.46	68.91
京津地区	17.01	57.87	116.38	0.00
海外	35.59	2.29	17.48	1.57
合计	708.66	801.78	1,026.94	383.50

资料来源：公司提供

公司海外项目以公路和房建为主，整体承揽规模不大，且受单体项目金额差异影响，公司海外新签合同额呈波动态势，2021 年为 17.48 亿元。截至 2021 年末，公司海外项目在手订单金额为 22.88 亿元。但需关注的是，海外工程业务面临一定的政治、汇率及突发性事件的风险，且该类风险控制难度高于国内市场，同时疫情的全球蔓延进一步增加了海外业务的不确定性，对公司的运营管理和风险控制能力提出了更高要求。

表 3：截至 2022 年 3 月末公司海外主要在建项目情况（亿元）

项目名称	合同金额	开工日期	竣工日期
毛里求斯邮轮码头项目	1.14	2019/9/4	2022/9/30

表 4：截至 2022 年 3 月末公司公路工程主要在建项目情况（亿元）

工程名称	合同额	已完成金额	累计回款	开工日期	预计竣工日期
贵黄项目	55.64	55.64	43.08	2019/07	2022/07
荆州市普通公路“建养一体化”	28.06	20.98	9.92	2018/06	2025/01
云南省大理-漾濞-云龙-兰坪高速公路（大理段一期工程）第 1 合同段	35.63	28.59	27.11	2019/01	2022/12/31
中国交建京秦高速公路遵秦段 1-1 标	9.30	6.26	5.27	2020/05/15	2022/07/15
107 国道咸安绕城段“建养一体化”项目	10.10	4.90	2.02	2019/03/08	2023/12/31
205 国道开化县音坑至华埠段改建工程设计施工总承包第 1 标段	18.07	11.39	8.89	2020/04/01	2023/03/31
贵阳经金沙至古蔺（黔川界）高速公路建设项目 GJTJ-19 合同段	17.55	6.45	5.42	2021/01/09	2023/07/09
巴马-凭祥公路巴马至田东段№3 标	26.02	13.85	12.96	2020/09	2022/10
海南省环岛旅游公路工程第三工区项目（乐东段）	7.34	1.31	2.00	2021/07	2024/01
合计	207.71	149.37	116.67	--	--

资料来源：公司提供

公司积极配合国家战略，调整业务结构，近年来大力发展房建业务，新签多个大型棚改、安置房、城市更新等重点工程，2021 年房建业务新签合同额占比超过 50%，民营业主占比较低，同时房建业务收入亦逐年大幅增加。截至 2022 年 3 月末，房屋建筑工程项目在手合同金额为 784.58 亿元，主

格鲁吉亚 E60(F3)项目	22.50	2019/7/22	2022/7/21
卡宾达大学收尾工程项目	1.68	2021/5/1	2022/5/1
塞内加尔 MK 高速公路项目	6.62	2021/11/4	2024/11/3
菲律宾马尼拉南北高速连接线第二标段施工项目	5.66	2021/12/1	2023/3/31
合计	37.60	--	--

资料来源：公司提供

2021 年房建业务作为核心主业承揽规模大幅提升，但受市场行情和业务转型影响，公司公路和市政板块新签合同额有所下降，未来仍需关注行业政策调控对公司整体经营稳定性的影响

公路工程是公司的传统业务板块，2021 年受传统公路投资趋缓、市场竞争加大以及公司主动调整业务结构等因素影响，公司公路板块新签合同额持续减少，但受益于存量项目的持续推进，当期公司公路工程业务收入维持在较大规模。截至 2022 年 3 月末，公司公路工程项目在手合同金额为 283.49 亿元；同时，公司主要在建公路工程项目合同金额为 207.71 亿元，已完成产值 149.37 亿元，实现回款 116.67 亿元。

要在建房屋建筑工程项目合同金额为 221.90 亿元，已完成产值 107.80 亿元。但同时需关注随着公司房建业务规模扩大，房建板块投资项目增多，公司未来或将面临一定资本支出压力和回款压力。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司房建工程主要在建项目情况（亿元）

工程名称	合同额	已完成金额	累计回款	开工日期	预计竣工日期
毕节金海湖新区体育“一场两馆”和文化“三馆一中心”	14.20	7.90	4.97	2017/03	2022/12
萧县六馆一中心项目	11.97	10.86	6.22	2017/09/20	2022/09/30
泰兴经济开发区产业创新中心及配套设施 PPP 项目	14.00	12.08	9.98	2019/06	2022/11/17
山东省东明县黄河滩区居民迁建村台安置工程总承包（EPC）第四标段	19.00	18.17	15.21	2019/05	2022/07/15
上饶安厦智谷雅苑商住区项目	13.49	10.94	7.73	2019/06	2022/12
唐山站西片区建设工程第二分项目部	15.39	6.80	5.25	2020/05/01	2022/09/30
台前县 2018 年城中村改造湖东安置区建设项目一标段	15.70	3.52	1.09	2019/11/23	2024/05/01
中国农创港（A 区）项目	10.80	2.11	1.44	2020/08/31	2024/12
中国农创港（B 区）项目	16.51	2.25	1.21	2020/08/31	2024/12
上海总部基地项目	11.50	4.68	2.84	2021/02/20	2023/11/15
潍坊市数字经济总部基地总承包(EPC)项目	10.47	1.33	1.50	2021/03/12	2023/09
潍坊金融中心 A 区项目	13.95	4.02	1.56	2020/08	2023/06
贵州双龙航空港经济区李端菜中学项目	20.32	14.17	10.41	2017/04/15	2024/12/31
容东片区 3 号地块项目设计施工总承包第一标段	13.92	7.92	4.91	2021/02/19	2022/08/18
未来科创城项目	20.65	1.08	0.56	2021/06/30	2023/12/29
合计	221.90	107.80	74.90	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内公司仍积极参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，但资本运营项目投资规模较大，回款周期较长，且后期运营效益存在不确定性

跟踪期内，公司继续积极参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动资本。

BT 项目方面，受到规范政府融资行为相关政策的限制，近年来公司现有存量 BT 项目均为以前年度承接。该业务模式下，公司与业主方签订协议书并负责资金筹措，业主方所支付的回购金额包含公司支付的建设投资额以及建设投资额的一定比例作为投资回报。截至 2022 年 3 月末，公司在手 BT 项目仅 1 个，项目计划总投资 14.18 亿元，累计投资 12.35 亿元，累计完成回购 7.10 亿元，回购情况良好。

PPP 项目是公司基础设施建设业务的模式之一，公司主要与各地方政府和平台公司合作，项目完成后通过建设资本金回购加运营收入和补贴的方式逐步回笼资金，回购周期较长。截至 2022 年 3 月末，公司在手控股 PPP 项目共 17 个，均已进入财政部 PPP 项目库，计划投资总额 275.46 亿元，已完成投资额 112.18 亿元，尚需投资 163.28 亿元；公司在手参股 PPP 项目共计 21 个，项目总投资共计 1,298.44 亿元，公司应出资 47.48 亿元，累计出资 30.81 亿元，尚需出资 16.67 亿元。**中诚信国际注意到**，公司 PPP 项目的运营及回购周期均较长，相关项目后续实施进展及运营效果存在不确定性，也为公司带来较大的资本支出压力。此外，公司部分 PPP 项目位于西南地区，其进展和回款情况需保持关注。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司在手控股 PPP 项目（亿元、%、年）

项目名称	项目总投资额	项目公司累计完成投资额	预计可带动公司设计建安合同额	股权比例	开工日期	预计竣工日期	运营/回购周期	付费模式
内蒙古和林格尔新区金盛快速路工程 PPP 项目	33.64	25.25	27.84	91.36	2017.12	2021.12	12	使用者付费+可行性缺口补贴
赤峰市中心城区综合管廊 PPP 项目	19.80	18.89	16.65	80.00	2017.04	2020.12	25	使用者付费+政府补贴

宜宾市城乡污水设施统一建设管理运营 PPP 项目	19.47	9.33	14.02	85.00	2020.3.15	2021.12.31	28-29	使用者付费+政府补贴
孝感文化中心 PPP 项目	14.29	15.28	10.52	51.00	2015.2.26	2019.3.31	15	使用者付费+政府补贴
毕节市第三人民医院及市公共卫生中心 PPP 项目	17.51	4.43	11.90	69.90	2020.12.27	2023.12.27	12	使用者付费+政府补贴
蓬莱市创发新区 PPP 项目	11.16	8.91	9.97	90.00	2019.3.6	2022.6.30	15	使用者付费+政府补贴
遵义市南部新区基础设施及公共服务类 PPP 项目	2.57	2.50	2.09	90.00	2018.3.3	2021.4.27	19	政府付费
江宁开发区苏源大道改造等基础设施 PPP 项目	8.31	4.10	5.10	90.00	2019.6.1	2022.6.30	8	政府付费
昆都仑区教育体育公共服务设施建设工程 PPP 项目	6.06	4.46	4.48	85.00	2019.6.30	2022.8.31	15	使用者付费+政府补贴
杨凌大道渭河道桥 PPP 项目	3.39	0.27	3.39	80.00	2017.8.21	2022.12.31	8	政府付费
重庆市渝北城区环境综合整治 PPP 项目	31.32	3.75	24.36	80.30	2020.12.16	2024.12.15	15-17	使用者付费+政府补贴
济南市济阳区大寺河河道治理综合提升 PPP 项目	8.82	0.05	7.10	97.00	2022.5.22	2024.5.22	15	政府付费
济南市济阳区第二实验中学迁建 PPP 项目	3.19	1.64	2.42	95.00	2021.6.24	2022.5.23	15	政府付费
丰县体育场中心 PPP 项目	4.97	1.23	4.23	90.00	2021.2	2022.10	10	使用者付费+可行性缺口补贴
济南市济阳区滨河片区市政建设 PPP 项目	16.57	0.03	13.42	94.00	2022.10.10	2025.9.23	11-15	政府付费
济南市济阳区融媒体中心 PPP 项目	2.03	0.83	1.57	95.00	2021.6.22	2022.6.21	15	使用者付费+政府补贴
赤峰市中环路快速化改造工程 PPP 项目	72.36	11.23	52.46	90.00	2021.10.1	2024.9.30	27	政府付费
合计	275.46	112.18	211.52	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

表 7：截至 2022 年 3 月末公司在手参股 PPP 项目（亿元、年）

项目名称	权益比例	总投资额	应出资金额	累计已出资金额	建设周期	运营周期	项目回报机制
贵州铜仁市江口至玉屏（大龙）高速公路 PPP 项目	34.70%	110.19	9.56	9.56	3	30	使用者付费+政府购买补贴
廊坊市外环路西南环线工程 PPP 项目	10.00%	8.01	0.16	0.16	1	10	政府付费
贵州省贵阳至黄平高速公路 PPP 项目	16.00%	229.48	8.79	8.79	3	30	使用者付费
温州高铁新城产城融合 PPP 项目	1.00%	199.88	0.37	0.11	5	10	使用者付费+政府补贴
唐山市站西片区人居环境整治建设工程 PPP 项目	16.00%	88.93	2.85	1.07	5	10~14	使用者付费+可行性缺口补助
余杭区崇贤至老余杭连接线（高架）工程 PPP 工程	4.76%	86.04	0.82	0.89	3	15	政府付费
四平市地下综合管廊 PPP 项目	20.00%	63.67	2.25	2.25	5	25	使用者付费+政府补贴
四平市海绵城市建设 PPP 项目	10.76%	36.10	0.74	0.015	3	25	使用者付费+政府补贴
资阳市中国牙谷 PPP 项目	10.00%	34.11	0.68	0.68	3	15	使用者付费+政府补贴
汉市中心城区地下综合管廊 PPP 项目	20.00%	30.06	1.93	1.30	5	管廊 25 年/ 道路 10 年	使用者付费+政府补贴

泰兴经开区产创中心及配套设施项目	29.90%	29.72	1.79	1.44	3	12	政府付费+使用者付费+缺口补助
G312线西峡内乡界至丁河段公路新建工程 PPP 项目	5.94%	25.73	0.53	0.31	2	30	使用者付费
贵安新区海绵城市试点两湖一河 PPP 项目	24.00%	21.23	1.04	1.04	1	12	政府付费
淮安市淮阴港区城东作业区交通基础设施 PPP 项目	25.00%	20.70	1.66	0.87	2	6	政府付费
三亚市地下综合管廊 PPP 项目	8.25%	10.98	0.22	0.22	2	18	使用者付费+政府补贴
四平市海绵城市（二期）建设 PPP 项目	45.00%	12.03	1.09	--	3	25	使用者付费+政府购买补贴
长治市高铁东站及道路配套设施工程 PPP 项目	44.10%	23.59	2.12	1.68	3	15	使用者付费+可行性缺口补助
岳阳市胥家桥综合物流园一期 PPP 项目	10.00%	28.76	0.60	0.24	3	17	使用者付费+可行性缺口补助
南宁二环（南段及吴隆路延伸段）高速公路 PPP 项目	36.00%	99.75	7.18	0.00	4	30	使用者付费
天津市海河柳林“设计之都”核心区综合开发 PPP 项目	9.00%	125.00	2.25	0.18	3-5	15-17	使用者付费+可行性缺口补助
廊坊市霸州市全市污水处理设施及配套管网工程全覆盖项目（南部区域）	30.00%	14.48	0.85	0.00	3	27	使用者付费+可行性缺口补助
合计	--	1,298.44	47.48	30.81	--	--	-

资料来源：公司提供

公司房地产开发业务以存量项目去化为主，2021 年无新开工面积，销售情况良好，未来无拓展房地产业务的规划

公司房地产开发业务以存量项目为主，近年无新增土地储备，现有开发项目仅有 1 个住宅项目。

截至 2022 年 3 月末，公司房地产开发业务已竣工，项目总投资 29.31 亿元，累计投资 25.70 亿元，累计回款 27.51 亿元，去化率为 93.85%，销售情况良好。整体来看，公司房地产开发业务收入规模较小，存量项目已基本去化完毕，未来无继续拓展房地产业务的规划。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司在手房地产项目概况（亿元、万平方米）

项目名称	地区	股权比例	总投资	累计投资	可售面积	已售面积	回款金额
汉中中交滨江国际	陕西	100%	29.31	25.70	58.19	54.61	27.51

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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 2019 年财务报告、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~2021 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据为财务报表期末数。

2021 年公司营业总收入和毛利率均有所下降，坏账损失和投资亏损加大，对税前利润造成一定负面影响

响

2021 年公司实现营业总收入 437.19 亿元，同比下降 0.15%。其中，得益于充足的项目储备以及公司重点开拓房建业务的发展理念，2021 年公司房建工程的营业收入增至 200.07 亿元，同比增长 16.23%；公路工程和市政工程的业务量有所下降，导致当期板块营业收入分别同比下降 7.45%和 34.89%；海外业务保持稳妥推进，收入规模略有下降；公司房地产开发业务和以水源及供水设施工程等其他业务收入亦有所增长。2022 年一季

度，公司营业总收入为 129.22 亿元，同比增长 32.02%。

2021 年公司营业毛利率同比略有下降。其中公路工程板块随着毛利率较高的资本运营项目逐渐完工，毛利率有所下降。得益于房建业务规模扩大，规模效应增加，公司房建板块毛利率同比提升。市政业务板块因在建资本运营项目较多，施工毛利贡献大，2021 年该板块毛利率有所增长。公司铁路以及海外业务规模较小，板块毛利率受结算验收时点影响波动较大。2022 年一季度，公司营业毛利率为 10.34%，同比增长 0.61 个百分点。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
公路	11.23	12.96	9.89	15.45
房建（含房地产开发）	7.72	7.48	9.27	8.26
市政	21.65	16.91	19.21	15.07
铁路	-35.87	3.32	29.79	2.68
海外	-10.38	11.15	6.85	4.72
其他	34.88	46.20	43.77	8.79
营业毛利率	10.15	11.31	10.86	10.34

资料来源：公司提供

期间费用方面，2021 年公司增加研发投入带动管理费用相应增长；公司债务规模下降，且以代垫融资费用为主的利息收入大幅增长冲减了利息支出，使得当期财务费用为负。整体而言，2021 年公司期间费用总额和期间费用率均有所下降，费用控制保持在较好水平。

2021 年公司经营性业务利润同比基本持平，但以应收账款坏账损失为主的资产减值损失有所增加，对公司税前利润有一定负面影响。此外，2021 年公司无追索权保理业务和应收账款 ABS 费用增加，使得当期投资收益亏损加大，对公司利润总额亦有一定侵蚀。

2021 年公司利润总额和 EBITDA 均有所下降，EBITDA 利润率亦同比下降了 0.72 个百分点。2021 年因开展债转股业务引入增资 20.00 亿元，公司净资产规模进一步提升，使得当期净资产收益率明显下降。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	0.12	0.14	0.11	0.02
管理费用	19.06	21.88	23.95	6.06
财务费用	-0.09	1.80	-1.97	0.09
期间费用合计	19.10	23.82	22.10	6.17
期间费用率	5.13	5.44	5.05	4.78
经营性业务利润	17.92	25.10	24.65	6.98
资产减值损失	1.30	2.72	4.67	0.21
投资收益	-2.65	-1.91	-3.21	-0.25
营业外损益	0.01	0.03	-0.02	0.03
利润总额	14.02	20.50	16.74	6.55
EBITDA	17.76	25.06	21.85	7.53
EBITDA 利润率	4.77	5.72	5.00	--
净资产收益率	16.07	14.96	9.16	12.11*

注：中诚信国际分析时管理费用包含研发费用，资产减值损失包括信用减值损失。

资料来源：公司财务报告

2021 年末公司资产和负债规模均有所下降，经营效率保持在较好水平，权益规模增加使财务杠杆比率有所下降但仍保持高位，有息债务规模明显下降但债务结构有待优化

2021 年末，公司资产总额同比有所下降，其中流动资产在总资产中的占比由 53.06% 下降至 49.16%。公司流动资产主要由一年内到期的非流动资产、存货、其他应收款和应收账款等构成。2021 年由于公司将一年内到期的质保金调整至合同资产列示，当期末存货规模大幅增加。随着公司经营规模扩大，工程项目增加，支付给业主产生的履约保证金增长使得 2021 年末其他应收款有所增加。应收账款主要为未结算工程款，2021 年末随着款项回收小幅下降至 60.21 亿元，其中账龄 1 年以内占比 77.04%；公司计提坏账准备 3.46 亿元；前五大欠款方合计金额占比 22.91%，主要为中交系统内企业。一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的长期应收款，跟踪期内随着在手项目规模的扩大而增长，但由于质保金调出导致当期末科目规模小幅下降。2021 年末由于经营业务支出使得银行存款减少，公司货币资金大幅降至 23.20 亿元，其中受限金额仅为 0.86 亿元。2021 年公司营业周期为 118 天，同比增加 11 天，经营效率有所下降，但仍处于建筑行业较优水平。此外，2021 年根据企业会计准

则解释第 14 号, 公司将部分以金融资产核算的 PPP 项目建造支出由长期应收款调整至其他非流动资产列示, 随着投融资建设项目量增加, 2021 年末公司其他非流动资产大幅增长, 长期应收款有所下降。同时, 由于江玉项目公司出表²等因素影响, 2021 年末公司无形资产规模大幅下降。截至 2022 年 3 月末, 公司资产总额增至 724.06 亿元, 其中非流动资产占比为 50.45%。

表 11: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.3
一年内到期的非流动资产	61.31	72.08	70.48	64.56
存货	65.27	63.85	79.94	87.66
其他应收款	60.35	57.19	68.63	85.50
应收账款	49.85	64.87	60.21	55.82
货币资金	40.64	90.77	23.20	35.58
流动资产合计	300.39	367.14	326.87	358.75
长期应收款	97.93	153.05	122.04	143.24
长期股权投资	14.45	27.44	51.27	52.91
无形资产	63.26	92.96	17.40	15.92
其他非流动资产	34.79	34.88	122.47	126.20
非流动资产	220.33	324.77	338.08	365.31
总资产	520.72	691.91	664.95	724.06

注: 中诚信国际分析时存货包含合同资产, 无形资产包含适用权资产。
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。从负债构成来看, 公司负债以经营性负债为主。2021 年末, 公司应付账款和预收款项分别降至 144.80 亿元和 63.88 亿元, 分别同比下降 12.70% 和 8.67%; 同时, 以项目履约保证金为主的其他应付款同比增长 13.86% 至 83.80 亿元。2021 年末, 受质押借款和信用借款减少所致, 公司长短期借款规模均同比大幅下降, 带动总债务规模亦明显减小, 但长短期债务比 (短期债务/长期债务) 增至 0.48 倍, 债务期限结构有所弱化。截至 2022 年 3 月末, 受春节前后对外付款需求增加影响, 公司总负债和债务规模均有所上升, 分别增至 541.27 亿元和 125.16 亿元, 其中长期债务占总债务的比重为 58.52%。

² 公司于 2022 年 4 月发布的《中交第四公路工程局有限公司关于重大资产部分股权转让的公告》显示, 根据公司轻资产的总体部署, 从资产结构优化需求考虑, 2021 年 12 月, 公司以 179,981.82 万元对价将其持有的贵州中交江玉高速公路发展有限公司 (以下简称“江玉项目公司”)

跟踪期内公司通过债转股业务引入增资 20.00 亿元, 其中 1.55 亿元计入实收资本, 18.45 亿元计入资本公积, 带动当期末净资产规模进一步提升。权益规模的增加和有息债务的下降使得 2021 年末公司资产负债率和总资本化比率分别降至 74.86% 和 41.64%。但考虑到权益中永续债券占比较高, 若将其计入债务中, 2021 年末资产负债率和总资本化比率分别为 81.76% 和 57.65%, 资本结构仍有待优化。2022 年一季度, 公司发行 10.00 亿元永续中期票据使得当期末所有者权益有所增加。

表 12: 近年来公司主要负债及资本结构情况 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	143.94	165.87	144.80	150.22
其他应付款	59.06	73.60	83.80	105.62
预收款项	52.68	69.94	63.88	46.07
应付票据	23.44	13.58	18.12	17.43
短期借款	14.74	16.58	2.38	19.27
流动负债合计	323.80	382.16	363.78	410.92
长期借款	59.52	114.12	71.11	63.63
其他权益工具	9.95	45.87	45.87	55.83
所有者权益合计	93.71	140.80	167.15	182.79
短期债务	48.91	45.54	38.62	51.92
长期债务	59.74	115.11	80.65	73.24
总债务	108.65	160.65	119.27	125.16
资产负债率	82.00	79.65	74.86	74.75
总资本化比率	53.69	53.29	41.64	40.64

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

2021 年因会计政策变更, 公司经营活动净现金流呈大额流出态势, 投资活动现金净流出规模相应有所下降; 筹资活动净现金流亦明显下降; 但得益于债务规模减小, 偿债指标仍保持在较好水平

2021 年, 由于公司将金融资产核算的 PPP 项目建造支出调整至经营活动现金流出列示, 当期经营活动净现金流呈大幅净流出态势; 同时, 会计政策变更使投资活动现金净流出规模有所收缩; 2021 年受江玉项目公司出表及偿还银行贷款影响, 公司当期筹资活动净现金流同比有所下降。2022 年一季度, 受季节性因素影响, 公司经营活动现金净流出

65.3%股权转让给北京智行私募股权投资基金合伙企业 (有限合伙) (以下简称“智行基金”)。截至 2020 年末, 江玉项目公司负债总额 64.90 亿元, 净资产 19.25 亿元, 当期营业收入 113.21 万元。

35.67 亿元，净流出规模同比下降 7.85%；投资活动净现金流为 -4.79 亿元，净流出规模同比下降 59.44%；由于新增贷款和发行永续中期票据，公司当期筹资活动净现金流增至 53.21 亿元，同比增长 139.25%，很强的融资能力为其业务扩张提供了良好支持。

2021 年公司 EBITDA 有所下降，但债务规模大幅缩减使 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强。跟踪期内，公司经营活动现金流入随业务持续增长，对短期债务的保障能力进一步增强。此外，截至 2021 年末，公司货币资金大幅减少，对短期债务的覆盖能力明显减弱，公司面临的短期偿债压力或有所提升。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	2.94	40.39	-49.20	-35.67
投资活动净现金流	-39.97	-69.21	-46.30	-4.79
筹资活动净现金流	53.87	78.60	35.28	53.21
货币资金/短期债务	0.83	1.99	0.60	0.69
经营活动现金流入/短期债务	8.81	13.42	17.61	11.01*
总债务/EBITDA	6.12	6.41	5.46	--
EBITDA 利息保障倍数	4.17	4.43	5.57	--

注：带*指标为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，受限货币资金比例较小，对外担保规模和未决诉讼规模较为可控

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 437.06 亿元，其中未使用额度为 288.34 亿元，财务弹性良好。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 92.09 亿元，占当期末总资产的 12.72%，其中受限货币资金 0.49 亿元，主要为履约保证金等；受限无形资产 15.67 亿元、长期应收款 1.65 亿元、其他非流动资产 73.94 亿元、应收账款 0.35 亿元，主要系用于取得质押长期借款。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 11.56 亿元，担保对象均为国有企业，担保风险整体可控。此外，截至 2021 年末，公司未决诉讼涉及金额合计 0.73 亿元，主要系与分包合

同、工程合同等相关的纠纷，对公司正常经营活动无重大不利影响，或有风险较为可控。

表 14：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	企业性质	担保余额	起止时间
重庆铜永高速公路有限公司	国企	1.56	2013.2.25~2043.2.25
贵州中交江玉高速公路发展有限公司	国企	10.00	2020.2.11~2045.2.10
合计	--	11.56	--

资料来源：公司提供

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 11 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司作为骨干央企子公司，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持

公司股东中国交建的控股股东中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）系国务院国资委下属的五大建设施工企业之一，中交集团连续 14 年入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2021 年位列第 61 位。此外，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 2021 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均排名第 4 位，其中国际业务在上榜中国企业中排名首位，综合竞争实力极强。

公司作为中国交建下属重要的施工企业，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持，有利于公司整合内外部的资源，实现自身业务的快速发展。2019 年 9 月，根据中国交建决定，公司开展债转股业务，以非公开协议方式引入交银金投和建信金投对公司进行增资 20.00 亿元；2021 年 12 月，引入工银金投和中银金投对公司进行增资 20.00 亿元，一定程度上优化了公司的资本结构。此外，截至 2022 年 3 月末，公司

获得中交财务有限公司提供的授信额度为 35.00 亿元，其中尚未使用额度 26.71 亿元。

偿债保障措施

“19四局Y1”和“20四局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。

中国交建是由中交集团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，2006年12月15日在香港联交所上市，2012年3月9日在境内首次公开发行A股股票，并在上海证券交易所上市。截至2022年3月末，中国交建总股本161.66亿元，资本实力雄厚，控股股东中交集团直接持股比例为57.99%（不含中交集团发行可交换公司债券后划转至质押专户的股份），最终控制人为国务院国资委。

中国交建拥有规划、勘察、设计、基础设施投资、施工、运营的完善产业链，形成了规划、勘察、设计、施工一体化及基础设施工程承包与投资运营一体化的经营格局，具有极强的竞争实力和抗风险能力。

中国交建核心业务包括交通基础设施的设计建造业务和疏浚业务。截至2021年末，中国交建共拥有43项特级资质，包括10项港口与航道工程施工总承包特级资质、29项公路工程施工总承包特级资质、2项建筑工程施工总承包特级资质和2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。2021年，中国交建新签合同额为12,679.12亿元，同比增长18.85%，当期末在手合同总金额为31,282.54亿元，承揽能力极强和项目储备很充足。

截至 2021 年末，中国交建总资产为 13,908.37 亿元，所有者权益为 3,913.54 亿元，资产负债率为 71.86%；2021 年，中国交建实现营业总收入 6,856.39 亿元，净利润 234.96 亿元，经营活动净现金流-126.43 亿元。

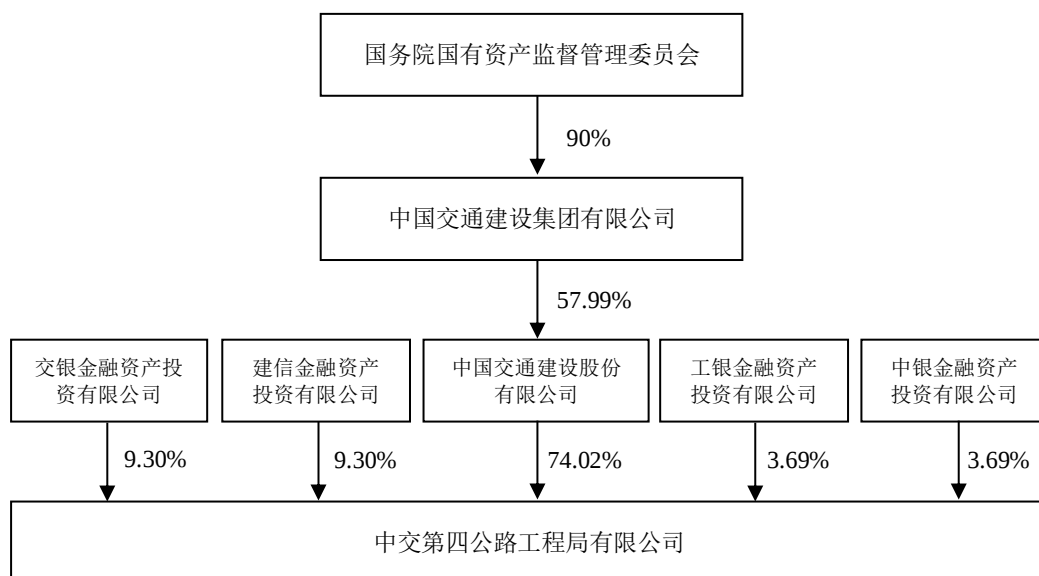
综上所述，中诚信国际维持中国交通建设股份

有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。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“19 四局 Y1”和“20 四局 Y1”按期偿还提供有力的保障。

评级结论

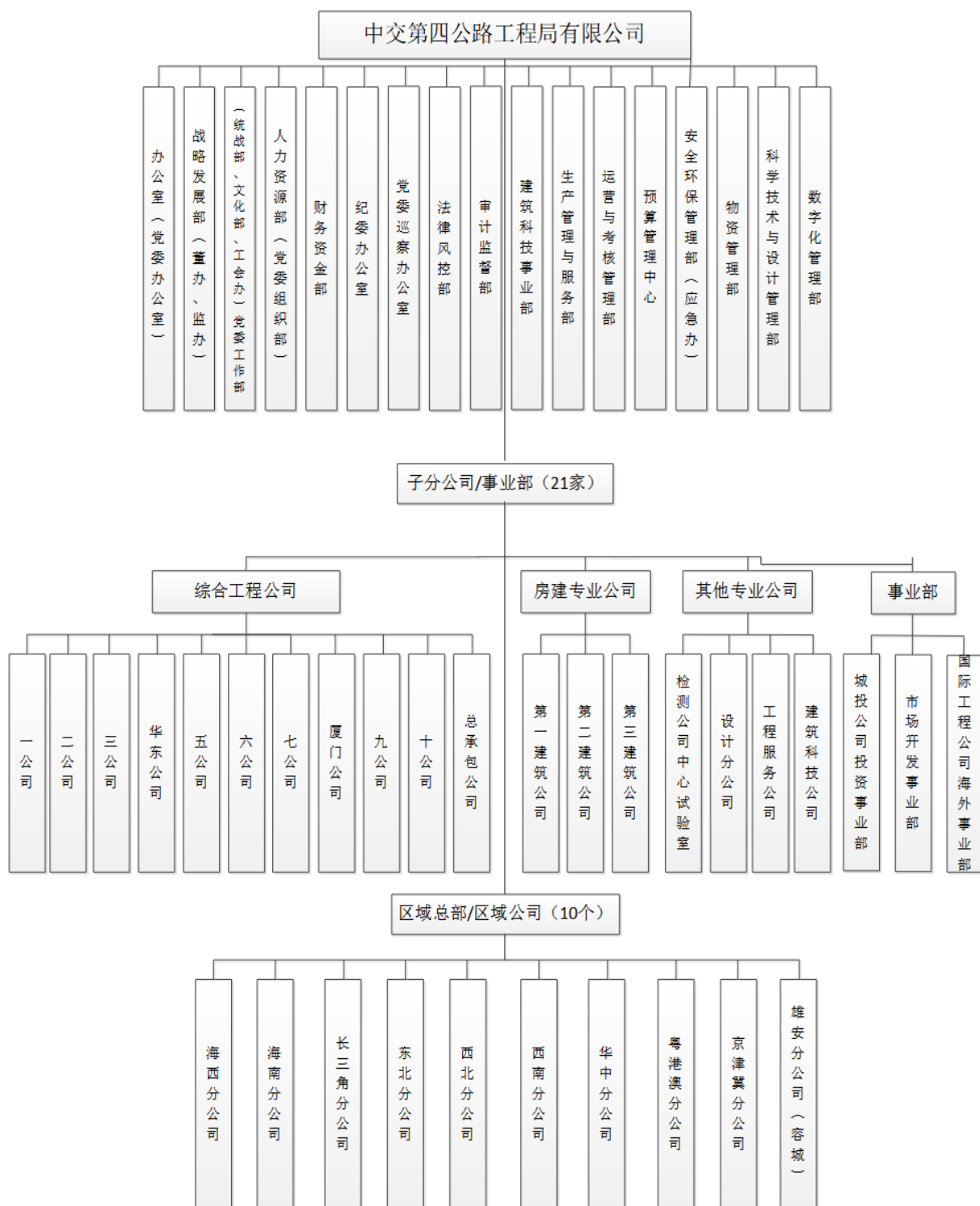
综上所述，中诚信国际维持中交第四公路工程局有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 四局 Y1”、“20 四局 Y1”的信用等级为 **AAA**。

附一：中交第四公路工程局有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



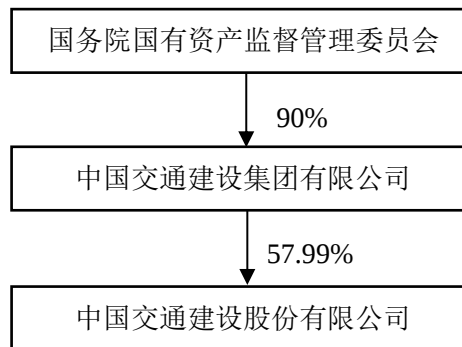
主要子公司	注册资本（万元）	持股比例（%）
中交四公局第一工程有限公司	69,000.00	100
中交四公局第二工程有限公司	31,000.00	100
中交四公局第三工程有限公司	31,000.00	100
中交四公局第五工程有限公司	10,100.00	100

注：根据中国交建 2021 年年度报告显示，国务院国有资产监督管理委员会对中交集团的持股比例变更为 90%，但截至 2022 年 3 月末尚未完成工商变更。

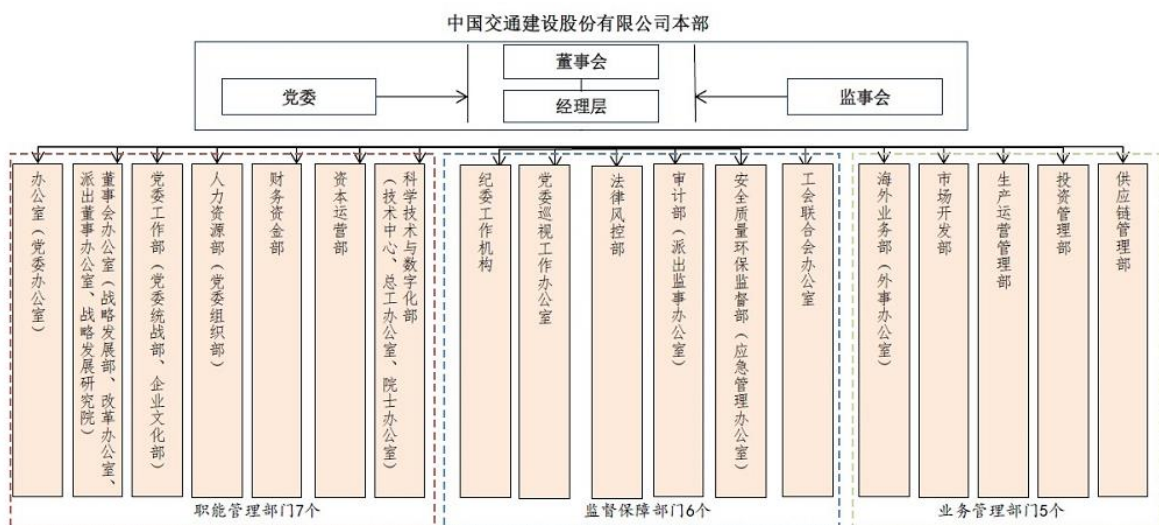


资料来源：公司提供

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 2021 年末）



重要子公司	持股比例 (%)
中交资产管理有限公司	100.00
中交投资有限公司	100.00
中交疏浚（集团）股份有限公司	100.00
中交资本控股有限公司	100.00
中交财务有限公司	95.00
中交第一航务工程局有限公司	90.09
中交一公局集团有限公司	87.25
中交第三航务工程局有限公司	89.31
中国港湾工程有限责任公司	100.00
中国路桥工程有限责任公司	100.00
中交第二航务工程局有限公司	86.64
中交第四航务工程局有限公司	86.23
中交城市投资控股有限公司	90.49
中交路桥建设有限公司	82.75
中交第四公路工程局有限公司	74.02



资料来源：公司提供

附三：中交第四公路工程局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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	406,416.06	907,690.66	232,026.45	355,821.12
应收账款净额	498,493.98	648,690.84	602,145.65	558,222.70
其他应收款	603,471.65	571,947.53	686,262.35	855,020.96
存货净额	652,681.37	638,498.59	799,387.52	876,620.09
长期投资	205,830.71	383,231.87	664,545.81	687,882.91
固定资产	24,399.65	21,417.35	18,699.52	24,683.23
在建工程	0.00	14,599.65	48,714.10	43,392.91
无形资产	632,587.00	929,566.53	173,970.81	159,169.22
总资产	5,207,157.08	6,919,063.50	6,649,468.80	7,240,596.64
其他应付款	590,623.16	736,012.81	838,047.28	1,056,186.81
短期债务	489,067.15	455,380.54	386,215.50	519,172.70
长期债务	597,415.44	1,151,142.34	806,481.81	732,449.95
总债务	1,086,482.59	1,606,522.87	1,192,697.31	1,251,622.65
净债务	680,066.53	698,832.22	960,670.86	895,801.52
总负债	4,270,103.45	5,511,086.50	4,977,933.43	5,412,650.87
费用化利息支出	23,593.26	32,564.06	38,020.37	--
资本化利息支出	19,026.36	23,973.58	1,243.40	--
所有者权益合计	937,053.63	1,407,976.99	1,671,535.37	1,827,945.77
营业总收入	3,719,980.76	4,378,264.69	4,371,887.13	1,292,153.95
经营性业务利润	179,191.07	250,970.16	246,450.45	69,790.44
投资收益	-26,533.21	-19,129.64	-32,102.10	-2,523.69
净利润	116,987.18	175,446.88	141,037.32	52,985.53
EBIT	163,769.92	237,567.56	205,415.38	--
EBITDA	177,582.98	250,619.22	218,536.96	--
经营活动产生现金净流量	29,422.87	403,909.21	-491,976.78	-356,679.09
投资活动产生现金净流量	-399,728.90	-692,119.57	-463,008.05	-47,937.56
筹资活动产生现金净流量	538,664.74	786,044.45	352,839.46	532,117.71
资本支出	230,893.47	411,997.25	209,057.07	2,869.79
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	10.15	11.31	10.86	10.34
期间费用率(%)	5.13	5.44	5.05	4.78
EBITDA 利润率(%)	4.77	5.72	5.00	--
总资产收益率(%)	3.82	3.92	3.03	--
净资产收益率(%)	16.07	14.96	9.16	12.11*
流动比率(X)	0.93	0.96	0.90	0.87
速动比率(X)	0.73	0.79	0.68	0.66
存货周转率(X)	6.28	6.01	5.42	5.53*
应收账款周转率(X)	8.84	7.63	6.99	8.91*
资产负债率(%)	82.00	79.65	74.86	74.75
总资本化比率(%)	53.69	53.29	41.64	40.64
短期债务/总债务(%)	45.01	28.35	32.38	41.48
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.25	-0.41	-1.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.06	0.89	-1.27	-2.75*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.69	7.14	-12.53	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.44	16.48	-52.67	--
总债务/EBITDA(X)	6.12	6.41	5.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.55	0.57	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.17	4.43	5.57	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.84	4.20	5.23	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债和租赁负债科目的有息债务调整至长期债务；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，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理；5、季报中折旧、摊销财务数据未提供，故相关数据指标计算失效。

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	12,543,888.47	12,805,442.70	10,457,560.39	12,381,791.81
应收账款净额	9,800,595.31	10,499,022.38	9,863,651.40	9,826,587.27
其他应收款	3,740,698.32	4,537,508.90	5,179,320.61	5,490,910.42
存货净额	15,883,370.86	18,130,611.18	20,311,854.13	22,228,126.97
长期投资	8,390,982.35	10,897,485.70	13,019,978.12	13,026,038.30
固定资产	4,710,049.93	4,846,508.60	4,903,336.16	4,835,789.47
在建工程	974,609.27	1,185,151.61	1,137,418.52	1,205,793.67
无形资产	22,655,584.64	23,870,431.83	23,964,022.49	24,587,135.91
总资产	112,039,949.29	130,416,859.01	139,083,709.17	147,748,530.54
其他应付款	5,110,833.56	6,162,875.93	7,422,298.51	7,689,962.19
短期债务	12,150,329.73	12,998,846.85	13,453,578.72	16,348,526.78
长期债务	26,301,120.97	31,775,076.34	35,011,291.03	37,669,554.42
总债务	38,451,450.69	44,773,923.18	48,464,869.75	54,018,081.20
净债务	25,907,562.22	31,968,480.48	38,007,309.36	41,636,289.39
总负债	82,402,018.50	94,636,515.97	99,948,295.47	107,494,844.16
费用化利息支出	1,383,453.96	1,596,020.02	1,842,812.70	--
资本化利息支出	198,356.00	210,146.82	203,345.37	--
所有者权益合计	29,637,930.79	35,780,343.04	39,135,413.70	40,253,686.38
营业总收入	55,479,236.53	62,758,619.45	68,563,899.98	17,209,532.62
经营性业务利润	2,803,676.18	3,037,503.72	3,447,369.46	842,484.99
投资收益	167,479.45	1,731.09	20,572.82	-49,964.02
净利润	2,161,982.65	1,934,861.74	2,349,630.53	632,756.72
EBIT	4,054,808.54	4,141,014.96	4,717,214.79	--
EBITDA	5,277,538.35	5,375,180.16	5,931,412.06	--
经营活动产生现金净流量	593,126.01	1,385,144.56	-1,264,268.55	-3,336,340.96
投资活动产生现金净流量	-6,571,369.05	-10,568,665.76	-5,281,643.72	-1,995,586.09
筹资活动产生现金净流量	5,092,329.33	9,368,734.64	4,220,345.16	7,237,165.42
资本支出	6,375,950.52	9,218,441.20	3,696,132.54	1,059,252.15
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	12.76	13.02	12.52	11.66
期间费用率(%)	7.46	7.87	7.25	6.45
EBITDA 利润率(%)	9.51	8.56	8.65	--
总资产收益率(%)	3.90	3.42	3.50	--
净资产收益率(%)	8.07	5.92	6.27	6.38*
流动比率(X)	1.01	1.00	0.95	0.95
速动比率(X)	0.70	0.69	0.61	0.61
存货周转率(X)	3.38	3.21	3.12	2.86*
应收账款周转率(X)	6.04	6.18	6.73	6.99*
资产负债率(%)	73.55	72.56	71.86	72.76
总资本化比率(%)	56.47	55.58	55.33	57.30
短期债务/总债务(%)	31.60	29.03	27.76	30.26
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.03	-0.03	-0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.05	0.11	-0.09	-0.82*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.37	0.77	-0.62	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.32	-2.66	-8.64	--
总债务/EBITDA(X)	7.29	8.33	8.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.41	0.44	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.34	2.98	2.90	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.56	2.29	2.31	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、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；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；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	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/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
	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
偿债能力	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）
	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
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。