

中交路桥建设有限公司 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 22 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 0847 号

中交路桥建设有限公司：

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 路建 Y1”、“20 中交路桥 MTN001”、“21 中交路桥 MTN001”、“21 路建 Y1”和“22 路建 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

二零二二年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持中交路桥建设有限公司（以下简称“中交路桥”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 路建 Y1”、“20 中交路桥 MTN001”、“21 中交路桥 MTN001”、“21 路建 Y1”和“22 路建 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；公司项目储备充足，跟踪期内收入规模扩大、盈利能力提升；引进投资者实施市场化债转股，公司资本实力进一步增强；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，中诚信国际也关注到公司债务规模增长较快；BOT/PPP 项目的运营及回款周期较长，后期效益存在不确定性，且或有风险需保持关注等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

中交路桥（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	647.10	581.26	712.70	746.76
所有者权益合计（亿元）	150.58	138.57	182.50	190.66
总负债（亿元）	496.51	442.69	530.20	556.10
总债务（亿元）	244.87	179.17	230.06	266.37
营业总收入（亿元）	373.83	412.74	500.07	124.86
净利润（亿元）	11.72	16.46	18.12	3.61
EBIT（亿元）	23.27	31.04	27.90	--
EBITDA（亿元）	27.86	35.90	33.08	--
经营活动净现金流（亿元）	27.79	26.43	23.61	-15.26
营业毛利率（%）	13.57	15.91	12.40	10.89
总资产收益率（%）	3.99	5.05	4.31	--
资产负债率（%）	76.73	76.16	74.39	74.47
总资本化比率（%）	61.92	56.39	55.76	58.28
总债务/EBITDA(X)	8.79	4.99	6.95	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.93	3.53	--
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的龙头地位稳固，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。

■ **项目储备充足，跟踪期内收入规模扩大、盈利能力提升。**截至 2022 年 3 月末，公司在手订单金额合计 1,431.00 亿元，项目

储备量充足，可为公司未来业务的增长提供良好保障；2021 年公司收入及盈利能力持续提升，营业总收入同比增长 21.16%，净利润同比增长 10.09%。

■ **引进投资者实施市场化债转股，公司资本实力进一步增强。**2021 年公司通过开展债转股业务引入交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银金投”）和中国人寿资产管理有限公司（以下简称“国寿资产”）对公司进行增资，合计出资 20.00 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司实收资本增至 38.02 亿元，资本实力进一步增强。

■ **担保方实力极强。**“19 路建 Y1”、“20 中交路桥 MTN001”、“21 中交路桥 MTN001”、“21 路建 Y1”和“22 路建 Y1”均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，可为上述债券的偿还提供有力支持。

关注

■ **债务规模增长较快。**受资本运营项目保持较高投资水平影响，跟踪期内公司总债务增长较快，2022 年 3 月末增至 266.37 亿元，未来面临的偿债压力或将加大。

■ **BOT/PPP 项目的运营及回款周期较长，后期效益存在不确定性，或有风险需保持关注。**公司参控股的 BOT/PPP 项目投资规模较大，该类项目的运营及回购周期均较长，后期运营效果存在不确定性，2021 年公司在手 BOT 项目仍处于亏损状态。此外，公司为部分 BOT/PPP 项目提供融资担保，相关担保风险需保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，中交路桥建设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。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：建筑(C180000 2019_04)

中交路桥建设有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	7.59	7
	净资产收益率(%)	11.28	7
	现金周转天数(天)	-24.74	10
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	55.76	7
	经营活动现金流入/短期债务(X)	7.55	7
	总债务/EBITDA(X)*	6.91	7
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	500.07	8
	净资产(亿元)	182.50	10
	项目储备	8	8
运营实力(15%)	多元化经营	8	8
	市场地位与准入壁垒	8	8
	技术实力及资质	7	7
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

评级历史关键信息

中交路桥建设有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 中交路桥 MTN001 (AAA)	2021/06/25	杨晨晖、杜佩珊	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 中交路桥 MTN001 (AAA)	2021/06/25	杨晨晖、杜佩珊、张馨予	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 中交路桥 MTN001 (AAA)	2020/12/11	杨晨晖、杜佩珊	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04	阅读全文

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)
中交第四公路工程局有限公司	1,026.94	437.19	9.16	41.64	6.00	118
中交疏浚(集团)股份有限公司	928.12	451.14	4.37	39.78	7.71	308
中交路桥建设有限公司	882.71	500.07	11.28	55.76	6.91	91

注：总债务/EBITDA 指标为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

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 路建 Y1	AAA	AAA	2021/06/25	5.00	5.00	2019/07/15~2022/07/15 (3+N)	发行人续期选择权，票面利率选择权，赎回条款
20 中交路桥 MTN001	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/12/21~2022/12/21 (2+N)	发行人续期选择权，票面利率选择权，赎回条款，持有人救济条款
21 中交路桥 MTN001	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2021/07/09~2024/07/09 (3+N)	发行人续期选择权，票面利率选择权，赎回条款，持有人救济条款
21 路建 Y1	AAA	AAA	2021/10/28	10.00	10.00	2021/12/24~2024/12/24 (3+N)	发行人续期选择权，票面利率选择权，赎回条款
22 路建 Y1	AAA	AAA	2022/03/18	5.00	5.00	2022/03/29~2025/03/29 (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〔2018〕1700 号文”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 15 亿元（含 15 亿元）的可续期公司债券。中交路桥建设有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年可续期公司债券（第一期）为第二期发行，债券简称“19 路建 Y1”，发行规模为 5.00 亿元。上述债券募集资金扣除发行费用后，用于补充流动资金，截至 2022 年 3 月末已使用完毕。

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2021〕3901 号文”批复核准，公司获准向专业投资者公开发行不超过 30 亿元（含 30 亿元）的可续期公司债券。中交路桥建设有限公司 2021 年面向专业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“21 路建 Y1”，发行规模为 10.00 亿元。中交路桥建设有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）为第二期发行，债券简称“22 路建 Y1”，发行规模为 5.00 亿元。上述债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还公司债务，截至 2022 年 3 月末已使用完毕。

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，产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

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。

PPP模式已进入政策规范和风险控制的高质量发展阶段，但PPP项目具有投资金额大、投资回收期长等特点，对建筑企业的投融资管理能力提出了更高要求

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年以来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

¹ 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

周期。随着财金〔2018〕54号、财金〔2019〕10号、财金〔2020〕13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。**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，同时对项目进行全生命周期绩效管理亦将对各参与方的管理能力提出挑战。但从长远来看，一系列监管政策的出台有利于PPP项目的规范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年末，全国PPP综合信息平台项目管理库累计入库项目共计10,243个，总投资额16.2万亿元；累计签约落地项目共7,683个，投资额12.8万亿元，落地率79.0%；累计开工项目4,804个，投资额7.6万亿元，落地项目开工率47.2%。从财政承受能力来看，全国2,759个有PPP项目入库的行政区中，2,718个行政区在PPP项目合同期内的各年度财政承受能力占比均在10%红线以下，其中1,990个行政区低于7%预警线，1,534个行政区低于5%，而41个超过10%的行政区已停止新项目入库，PPP项目财政风险在安全区域内。**中诚信国际认为**，随着“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）、乡村振兴和生态环保等项目的推进，建筑施工企业作为社会资本方参与PPP业务获取的施工订单金额有望进一步增长，但整体来看，整个市场上优质PPP项目增量呈逐步下降态势，部分企业正逐步探索新的投融资业务模式以带动施工业务发展。

但**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。

跟踪期内公司通过债转股方式获得增资，资本实力有所增强；公司治理未发生重大变化

跟踪期内，根据中国交建决定，公司通过开展债转股业务引入交银金投和国寿资产对公司进行增资，合计出资20.00亿元，其中3.89亿元计入实收资本，16.11亿元计入资本公积。截至2022年3月末，公司实收资本增至38.02亿元，控股股东中国交建持股比例降至74.28%，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”）的持股比例均降至7.74%，交银金投、国寿资产的持股比例均为5.12%，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，根据中国交建出具的《关于赵天法、郭主龙职务任免的通知》（中交股人干任免发〔2021〕87号），赵天法任职公司总经理及董事，郭主龙卸任公司总经理职务，**中诚信国际认为**，本次总经理变更对公司的公司治理、日常管理、生产经营及偿债能力不会造成实质性影响，变更事项对公司信用水平无实质性影响。此外，公司未发生与公司治理相关的其他重大变化，内控体系运行较为规范，日常经营活动正常运行。

公司施工资质水平较高，2021年路桥基建业务的发展推动新签合同总额同比增长，充足的项目储备可

为公司未来收入提供支撑

工程施工是公司的核心主业，公司已形成以道路工程为主，桥梁工程和铁路工程等业务为辅的业务框架。业务资质方面，公司系国内第一批获得公路工程施工总承包特级资质的企业，拥有公路工程施工总承包特级、铁路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包二级资质，以及桥梁工程专业承包一级、隧道工程专业承包一级和公路路面工程专业承包一级等多项施工资质。截至 2022 年 3 月末，公司在手订单金额合计 1,431.00 亿元，充足的项目储备可为未来收入提供一定支撑。

从签约项目类型看，路桥基建系公司主要的项目来源，2021 年路桥基建业务实现新签合同额 625.35 亿元，同比增长 38.43%，其中桥梁工程新签合同额大幅增长，主要系因当期新签桥梁工程项目较多，且承揽了宁波舟山港六横公路大桥一期工程、国道 G228 丹东至东兴广西滨海公路龙门大桥、深圳至岑溪高速公路中山新隆至江门龙湾段改扩建工程土建工程等大项目所致。2021 年根据公司总体规划部署，减少铁路基建类项目承揽，导致铁路工程新签合同额明显下降。同时，公司亦积极开展以 BOT/PPP 模式为主的路桥投资业务，2021 年投资业务施工合同贡献额同比增长 17.06%。

表 1：近年来公司新签合同额构成（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
路桥基建	403.43	451.75	625.35	251.31
其中：道路工程	340.93	441.37	467.31	243.80
桥梁工程	62.50	10.38	156.58	7.51
隧道工程	--	--	1.46	--
铁路基建	27.47	28.90	0.11	--
其中：铁路工程	27.47	28.90	0.11	--
小计	430.90	480.65	625.46	251.31
投资业务施工合同贡献	180.03	219.76	257.25	--
合计	610.93	700.41	882.71	251.31

注：含海外工程项目，合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

从区域分布来看，公司继续推进在公路和桥梁建筑领域的品牌优势，在贵州、广西、内蒙古、浙

江、江西和湖南等省打造多点优势区域，并以点带面带动优势区域周边市场的开发。2021 年，公司积极开发沿海发达区域，其中华东地区新签合同额同比增长 49.88%；华南地区因新签 90 亿元的全州—容县公路（平乐至昭平段）PPP 项目、42 亿元的 G72 泉州至南宁高速公路广西桂林至柳州段改扩建项目等大项目，新签合同额同比增长 109.83%。同时，西南地区因承接合同额为 139 亿元的彭州市濛阳新城片区综合开发项目等，带动新签合同额同比增加 141.02%。但京津冀地区跟踪的重点项目受到政府政策影响，承揽额同比大幅下降。2022 年一季度，公司新签合同额为 251.31 亿元，同比增长 10.10%。

表 2：近年公司新签合同额区域结构（亿元）

地区	2019	2020	2021	2022.1~3
京津冀	28.93	167.80	28.61	11.02
华东	152.86	69.18	103.69	75.66
华南	86.99	119.28	250.28	9.52
西南	185.72	116.70	281.27	90.43
东北	32.38	36.35	24.88	1.02
西北	28.63	29.80	23.29	6.36
华中	28.85	66.71	91.38	51.82
海西	25.88	49.08	38.48	--
海外	40.67	45.51	40.83	5.48
合计	610.93	700.41	882.71	251.31

资料来源：公司提供

海外市场方面，公司依托中国交建的业务资源及品牌优势，积极拓展海外市场，目前海外分公司业务已遍及非洲和亚洲等 11 个国家，包括莫桑比克、加蓬、安哥拉、巴基斯坦和马来西亚等。2021 年，新冠疫情的冲击使公司境外项目承揽量较 2020 年小幅下降。但中诚信国际关注到，海外工程业务面临一定的政治风险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，对公司的项目管理能力亦带来一定考验。

从项目执行情况来看，跟踪期内公司路桥基建类项目稳步推进，回款情况较好，对工程施工业务的稳定发展提供有力支撑。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目合同总额 292.18 亿元，累计确认收入 269.33 亿元，累计实现回款 267.93 亿元。

表 3：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	业主名称	合同金额	累计确认收入	累计回款
贵州中交玉石高速公路项目	贵州中交玉石高速公路发展有限公司	99.24	95.93	99.18
京台高速公路泰安至枣庄（鲁苏界）段改扩建工程	山东高速集团有限公司京台公路泰安至枣庄改扩建项目建设管理办公室	14.65	14.64	13.25
佛山市富龙西江特大桥工程施工项目	佛山市建盈发展有限公司	20.37	12.01	10.27
湖南省龙塘至琅塘高速公路项目设计施工总承包第 1 标段	湖南省龙琅高速公路建设开发有限公司	17.00	16.70	17.02
新疆乌尉公路包 PPP 项目 YSTJ-02 标段项目	中国交建新疆乌尉公路包 PPP 项目总经理部	16.54	16.14	15.79
林岳车辆段 TOD 综合开发项目	中交城投建设有限公司	31.38	23.74	25.29
开平至阳春段高速公路 EPC 合同	中交广东开春高速公路有限公司	32.43	31.55	32.43
十巫经镇坪至巫溪高速公路鲍峡至溢水段项目	湖北交投十巫高速公路有限公司	24.21	24.15	21.77
京台高速公路德州（鲁冀界）至齐河段改扩建工程项目主体工程施工一标段	山东高速股份有限公司	20.33	19.17	19.63
重庆城口（陕渝界）至开州高速公路工程施工（B1 合同段）	重庆高速公路集团有限公司	16.03	15.30	13.30
合计	--	292.18	269.33	267.93

资料来源：公司提供

公司积极延伸产业链，进一步拓展资本运营业务，但资本运营项目存在投资规模较大，回款周期较长，且后期运营效益具有一定不确定性等风险

近年来公司从投资源头介入，参与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。目前公司承揽的 BOT/PPP 项目以高速公路项目为主，同时涉及铁路货运线、市政及轨道交通等领域，项目主要分布在贵州、广西和山东等地。

BOT 项目方面，为减轻资金压力、降低债务负

担，公司先后将部分前期承揽的且已进入运营期的 BOT 项目进行股权转让出表。截至 2021 年末，公司主要在手 BOT 项目共有 7 个（其中 1 个控股并表项目，6 个参股项目），投资均已完成，但由于大部分高速公路仍处于培育期，目前对公司利润支持有限。2021 年，上述 BOT 项目获得运营收入 42.73 亿元，实现利润总额-5.21 亿元，较 2020 年减亏 72.74%；2022 年 1~3 月，获得运营收入 7.53 亿元，实现利润总额-2.91 亿元。中诚信国际将对上述项目对公司投资收益的影响保持关注。

表 4：截至 2021 年末公司主要在手 BOT 项目情况（亿元、年）

项目名称	股权比例	项目总投资	公司应承担投资额	已投资	运营期/回购期累计实现回款	投入运营时间	收费/回购期限	2021 收入	2021 利润总额	是否并表
贵隆高速	10.53%	208.00	81.12	81.12	13.77	2019.7	30	4.84	-0.08	否
清远高速	100.00%	29.96	25.47	25.47	11.98	2018.1	25	11.46	0.04	是
道安高速	26.95%	274.63	151.05	151.05	33.35	2015	30	8.94	-4.12	否
开春高速	12.00%	134.00	16.08	16.08	5.19	2020.12	25	4.82	-1.21	否
贵黔高速	49.00%	90.12	90.12	90.12	25.94	2016	30	4.84	-0.08	否
忠万高速	22.05%	80.91	36.41	36.41	3.94	2017	30	1.55	-2.13	否
贵都高速	18.93%	72.60	37.03	37.03	80.02	2011	30	6.28	2.37	否
合计	--	890.22	437.28	437.28	174.19	--	--	42.73	-5.21	--

注：按权益投资额口径统计；2015 年公司将道安高速（福和、和兴、兴陆）和贵都高速部分股权分别以 18.34 亿元、6.84 亿元转让至关联方中交资产管理有限公司（以下简称“中交资产”），2018 年公司将贵黔高速和忠万高速部分股权分别以 11.50 亿元、3.65 亿元转让至中交资产，2021 年 12 月公司将贵隆高速 28.47% 的股权以 9.56 亿元转让给厦门平昭股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“平昭基金”）。

资料来源：公司提供

PPP 项目方面，公司主要模式系作为联合体成

员小比例参股带动施工业务的发展，项目均已纳入

国家财政部 PPP 项目库，项目回报机制以使用者付费加可行性缺口补助为主。截至 2022 年 3 月末，公司主要在手参股 PPP 项目计划资本金支出 38.77 亿元，累计已投资 29.71 亿元，尚需投资 9.06 亿元，预计带动施工合同额 157.66 亿元。此外，公司还有部分控股项目，除玉石项目已进入运营期外，其余均处于建设期，计划总投资 504.67 亿元，累计完成投资 225.17 亿元，尚需投入 279.50 亿元，未来存

在一定的投资压力。**中诚信国际也关注到**，资本运营项目相比于传统施工面临更大的风险，未来随着资本运营项目的持续推进，公司面临的资本支出压力将增大，且 PPP 项目的后续资金到位情况及项目建设进展需予以持续关注。同时，PPP 模式监管政策趋严，且项目运营及回款周期较长，对公司的资金管理及风险管控能力提出了更高要求。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要在手 PPP 项目情况（亿元、%、年）

项目名称	总投资额	项目公司累计完成投资额	项目公司累计收到资本金	股权比例	进入/预计进入运营期时间	运营/回购周期	预计可带动公司设计建安新签合同额	回报机制
并表项目								
玉石项目	119.10	113.86	30.45	100.00	2021.09	30	90.88	使用者付费+可行性缺口补助
自贡市政工程	63.50	33.44	6.26	90.00	2022.07	12	47.00	使用者付费+可行性缺口补助
南黎高速改扩建工程	14.91	13.97	2.01	99.00	2022.06	25	10.84	使用者付费+可行性缺口补助
济宁环湖大道	14.39	12.63	3.60	90.00	2022.07	12	10.77	使用者付费+可行性缺口补助
天长项目	14.67	6.54	1.595	90.00	2023.03	15	11.12	使用者付费+可行性缺口补助
霞浦项目	11.62	0.97	0.80	90.00	2026.12	12	7.90	使用者付费+可行性缺口补助
承平项目	146.08	30.32	11.96	78.40	2024.07	25	112.02	使用者付费+可行性缺口补助
宁德项目	31.31	13.30	3.05	94.00	2023.06	16	17.44	政府付费+使用者付费
平昭项目	89.09	0.14	3.68	98.00	2025.07	30	72.31	使用者付费+政府每年固定补贴
小计	504.67	225.17	63.405	--	--	--	380.28	--
项目名称	总投资额	公司应承担的资本金投资额	公司累计资本金投资额	股权比例	进入/预计进入运营期时间	运营/回购周期	预计可带动公司设计建安新签合同额	回报机制
非并表项目								
太行山高速各段	470.00	4.87	3.82	4.40	2020	25	52.00	使用者付费+可行性缺口补助
首环高速	121.62	9.49	9.49	15.30	2018.06	25	16.33	使用者付费+可行性缺口补助
贵州瓮马铁路南北延伸线项目	104.06	4.95	1.26	11.83	2021.12	30	16.47	使用者付费+政府现金流补贴
昆亭至塘溪段高速公路	77.11	4.55	3.87	17.77	2023.12	25	18.57	使用者付费+最低需求补贴
两徽高速	74.99	4.55	4.55	15.12	2019.09	30	16.79	使用者付费+可行性缺口补助
鲁南高速铁路日照至临沂段项目	55.62	2.07	2.07	4.00	2020.01	30	8.00	政府付费
贵州省瓮安至马场坪铁路工程项目	49.93	3.79	3.79	19.00	2021	30	10.15	使用者付费

重庆万州项目	181.97	4.50	0.86	11.253	2024.05	12	19.35	使用者付费+可 行性缺口补助
小计	1,135.30	38.77	29.71	--	--	--	157.66	--

数据来源：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 年度审计报告、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 2020~2021 年度审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表。评级报告中所使用财务数据均为报表期末数。

2021 年公司营业收入保持增长态势，利润总额持续增长，但投资亏损对税前利润造成一定负面影响

2021 年，公司营业总收入同比增长 21.16%，其中道路工程仍为公司的核心业务和收入主要来源，其营收规模占营业总收入的比重保持在 70% 以上。随着新签项目的开工，公司桥梁工程和铁路工程收入规模分别同比增长 30.27% 和 81.18%。但 2021 年高速运营收入小幅下降，主要系贵隆高速项目出表所致。2021 年公司其他业务营业收入同比大幅增加，主要是房建和机电等业务收入快速增长所致。2022 年一季度，公司实现营业总收入 124.86 亿元，同比增长 7.43%。

表 6：公司主要板块收入情况（亿元）

收入	2019	2020	2021
道路工程	309.58	327.04	372.68
桥梁工程	26.77	39.67	51.68
隧道工程	3.07	5.58	6.64
铁路工程	10.05	7.60	13.77
轨道工程	9.79	17.62	16.18
高速运营	6.90	6.17	4.96
其他	7.67	9.06	34.16
合计	373.83	412.74	500.07

注：其他业务主要系房建业务、智能机电、物资贸易等。

资料来源：公司提供

毛利率方面，2021 年受公司现汇项目规模扩大以及投资项目毛利率水平下降影响，公司营业毛利率同比下降 3.51 个百分点。其中道路工程毛利率同比有所下降，主要系 2020 年度贵隆高速项目计量

投资结余、变更费用等导致当年毛利率较高，2021 年回归正常水平；铁路工程毛利率同比下降 13.43 个百分点，主要系 2020 年兰渝铁路项目批复更新新增确认收入 0.96 亿元，导致当年毛利率大幅增加，2021 年回归正常水平；隧道工程和轨道工程因在建项目较少，板块毛利率受单体项目影响较大，2021 年由于项目计量变更等因素导致毛利率均明显下降；高速运营业务板块运营成本较低，主要以投资回报为主，毛利率整体较高，2021 年随着新冠疫情的不利影响减弱，当期板块毛利率同比有所上升。2022 年一季度，由于处于建筑行业企业施工淡季，公司各工程施工板块毛利率整体处于较低水平，整体毛利率为 10.89%，同比增长 0.62 个百分点。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021
道路工程	14.15	16.11	13.09
桥梁工程	7.96	11.75	12.60
隧道工程	6.51	15.05	9.94
铁路工程	-14.43	20.26	6.83
轨道工程	11.64	10.90	-1.30
高速运营	62.32	48.30	59.07
其他	7.82	11.15	7.03
营业毛利率	13.57	15.91	12.40

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2021 年随着公司人员薪酬的增加和对施工方面技术投入的增长，管理费用相应小幅增加。跟踪期内因贵隆高速项目仅在 10~12 月纳入公司合并范围，使得当期利息支出较 2020 年下降，同时公司因提供给贵隆、忠万、丰涪等项目公司的借款增加带动利息收入亦增加，使得 2021 年财务费用同比大幅下降。整体来看，2021 年公司期间费用率同比明显下降，费用控制维持在较好水平。

利润总额方面，2021 年公司经营性业务利润受益于业务规模的扩大保持增长趋势，带动利润总额同比增长 4.16%。但公司投资收益状况欠佳，2021

年投资亏损 6.07 亿元，主要是因为部分参股的高速公路项目运营期亏损所致。同时，以坏账损失和存货跌价损失为主的资产减值损失亦对公司税前利润造成一定影响。2021 年，公司利润总额增长，但由于费用化利息支出减少，当期 EBITDA 同比小幅下降，导致 EBITDA 利润率同比下降 2.08 个百分点。此外，2021 年公司权益规模快速扩大，使得净资产收益率略有下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	25.21	30.20	30.95	6.52
财务费用	5.99	8.75	3.17	1.13
期间费用合计	31.26	39.06	34.29	7.67
期间费用率	8.36	9.46	6.86	6.14
经营性业务利润	18.85	25.89	26.85	5.64
资产减值损失	1.61	0.39	0.63	0.06
投资收益	-2.15	-5.12	-6.07	-0.83
利润总额	15.23	20.43	21.28	4.58
EBITDA	27.86	35.90	33.08	--
EBITDA 利润率	7.45	8.70	6.62	--
净资产收益率	9.57	11.38	11.28	7.73*

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末随着经营规模扩大，公司总资产和负债均呈增长态势，发行永续债、引入债转股资金使得财务杠杆比率小幅下降

2021 年末公司资产规模进一步增长，其中非流动资产规模占总资产的比重升至 65.37%，主要包括无形资产、可供出售金融资产²、长期股权投资、长期应收款和其他非流动资产。具体来看，无形资产主要为公司控股 BOT、PPP 项目的特许经营权，2021 年末无形资产大幅增加主要系玉石项目投资增加所致。跟踪期内，随着投融建项目的增加，公司其他权益工具投资、长期股权投资、长期应收款和其他非流动资产均呈增长趋势，其中根据企业会计准则解释第 14 号，2021 年公司将部分 PPP 项目合同形成的长期应收款调整至其他非流动资产核算，导致期末其他非流动资产大幅增加。

² 中诚信国际分析时将其他权益工具投资和其他非流动金融资产计入可供出售金融资产。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货（含合同资产，下同）和其他应收款等。其中，2021 年末公司货币资金同比有所下降，主要系进行会计政策调整将集中统一管理的资金调入其他应收款导致银行存款减少所致，同时受限货币资金为 0.64 亿元，主要系民工工资及复垦保证金专户、其他受监管资金等。2021 年末其他应收款中存放于中国交建结算中心款项为 9.43 亿元，除会计政策调整因素外，其他应收款同比有所增加主要系贵隆高速项目出表，应收平昭基金股权转让款 9.56 亿元所致。公司应收账款主要为应收工程款，2021 年末随着生产经营规模扩大增至 47.01 亿元，账龄以 1 年以内为主；前五名欠款方余额合计占比 17.06%，集中度较 2020 年末有所下降；累计已计提坏账准备 1.94 亿元。存货主要为原材料和已完工未结算工程施工款，2021 年以来，随着生产经营规模扩大，已完工未结算的工程施工款增多，存货规模同比大幅增加。2021 年，公司营业周期为 91 天，由于近年来承接 PPP 项目较多且部分款项在长期应收款进行核算，使得公司营业周期低于建筑行业平均水平。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	60.69	55.55	32.69	45.46
存货	40.53	58.66	86.81	91.80
应收账款	38.95	39.79	47.01	45.64
其他应收款	31.08	42.29	56.49	42.12
流动资产	209.69	242.08	246.83	253.02
无形资产	249.78	106.57	159.09	166.14
可供出售金融资产	57.21	65.77	73.76	73.93
长期应收款	31.47	58.40	73.00	76.65
长期股权投资	59.38	65.44	65.77	65.03
其他非流动资产	30.13	32.48	82.23	98.71
非流动资产	437.41	339.19	465.87	493.74
总资产	647.10	581.26	712.70	746.76

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货，将使用权资产计入无形资产。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征。2021 年末为满足流动资金周转需求，公司增

加短期借款至 41.17 亿元。应付账款随业务规模扩大而增加，截至 2021 年末，公司 1 年以内（含 1 年）的应付账款余额占比为 91.41%。随着工程进度推进，与业主计量结算冲减预收账款，2021 年末公司预收款项有所下降。公司长期借款主要为 PPP 项目公司融资款，2021 年末由于项目公司新增长期借款使该科目同比增加 94.78%。截至 2021 年末，公司总债务规模为 230.06 亿元，同比增长 28.40%，长短期债务比（短期债务/长期债务）下降至 0.44 倍，债务期限结构有所优化。此外，2022 年一季度，由于广西玉石项目公司、四川自贡项目公司新增长期借款，当期末公司总债务进一步增至 266.37 亿元。

所有者权益方面，2021 年得益于利润累积、“21 中交路桥 MTN001”和“21 路建 Y1”永续债的发行以及通过债转股引入 20 亿元增资，公司所有者权益同比大幅增长。截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.39%和 55.76%，均较 2020 年末有所下降。但若将永续债计入债务，2021 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.29%和 64.22%。

表 10：近年来公司负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	49.36	30.12	41.17	41.65
应付账款	127.79	131.35	168.49	165.99
预收款项	70.37	76.21	61.02	58.08
其他应付款	29.34	35.31	43.78	35.92
长期借款	166.97	81.36	158.47	183.26
负债合计	496.51	442.69	530.20	556.10
总债务	244.87	179.17	230.06	266.37
短期债务	75.92	58.39	70.36	81.98
长期债务	168.95	120.78	159.70	184.38
其他权益工具	14.94	24.91	34.89	39.87
未分配利润	40.97	45.41	56.02	59.41
所有者权益合计	150.58	138.57	182.50	190.66
资产负债率	76.73	76.16	74.39	74.47
总资本化比率	61.92	56.39	55.76	58.28

注：中诚信国际分析时预收款项包含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年经营活动净现金流规模有所下降，投资规模扩大；受债务增长较快影响，偿债能力有所下降

经营活动方面，2021 年受工程结算滞后影响，当期经营活动现金流净流入规模有所下降。投资活

动方面，2021 年因投资类业务的投资规模扩大，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金增多，公司投资活动净流出规模增长。筹资活动方面，由于项目公司对外净融资增加，2021 年公司筹资活动净现金流规模同比有所增加，很强的融资能力为其业务扩张提供了良好支持。2022 年一季度，受季节性因素影响，当期支付工程款、材料款等资金流出较多，公司经营活动净现金流呈净流出态势。

2021 年公司总债务规模大幅增长，EBITDA 有所下降，导致 EBITDA 对债务本金的偿还保障能力有所弱化，但当期利息支出规模下降使得 EBITDA 对利息的覆盖能力有所增强。受短期债务规模增长相对较快影响，2021 年经营活动现金流入对短期债务保障能力有所下降；此外，未受限货币资金对短期债务保障能力大幅下降。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	27.79	26.43	23.61	-15.26
投资活动净现金流	-92.16	-83.72	-104.91	-7.38
筹资活动净现金流	88.61	52.18	61.31	35.15
货币资金/短期债务	0.80	0.95	0.46	0.55
经营活动现金流入/短期债务	5.55	8.13	7.55	6.80*
总债务/EBITDA	8.79	4.99	6.95	--
EBITDA 利息保障倍数	2.43	2.93	3.53	--

注：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，公开市场无信用违约记录，但受限资产规模较大，需对对外担保等或有风险保持关注

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 654.50 亿元（包含中交财务有限公司 60.00 亿元），其中未使用额度 427.06 亿元（包含中交财务有限公司 23.11 亿元），财务弹性良好。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产金额合计 187.14 亿元，占总资产的 25.06%，其中受限货币资金 0.91 亿元，主要为民工工资及复

垦保证金等；受限无形资产 121.41 亿元、长期应收款 64.14 亿元、使用权资产 0.68 亿元，主要是作为长期借款质押物的特许经营权资产。

对外担保方面，在开展投资业务时，公司需为部分参股 PPP 和 BOT 项目公司提供融资支持，通常按出资比例提供融资担保。截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 27.69 亿元，当前担保对象的管理项目尚处于培育期，后期运营及盈利情况尚有待观察，需对相关风险保持关注。

表 12：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	被担保企业性质	担保额度
重庆忠万高速公路有限公司	国有控股	4.50
贵州中交福和高速公路发展有限公司	国有控股	4.18
贵州中交和兴高速公路发展有限公司	国有控股	5.14
贵州中交兴陆高速公路发展有限公司	国有控股	3.30
中交贵黔高速公路有限公司	国有控股	5.00
贵州瓮马铁路有限责任公司	其他	5.57
合计	--	27.69

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，公司涉及重大未决诉讼和未决仲裁金额合计 2.58 亿元，主要系与建设工程合同、分包合同等相关的纠纷。

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。根据公司提供企业信用报告，截至 2022 年 4 月 7 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司作为中交集团下属重要经营主体之一，在业务协同、内部管理、信用背书和融资担保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大型建设施工企业之一，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，其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。

公司作为中交集团下属重要的施工企业之一，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得中国交建和中交集团的大力支持，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中银金投和工银金投对公司进行增资 20.00 亿元；2021 年 11 月，引入交银金投、国寿资产对公司进行增资 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 60.00 亿元，其中尚未使用额度 23.11 亿元。

偿债保障措施

“19路建Y1”、“20中交路桥MTN001”、“21中交路桥MTN001”、“21路建Y1”和“22路建Y1”本息的到期兑付均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。

中国交建成立于2006年10月，是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，公司在香港联交所上市；2012年3月9日，公司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、项目储备很充足。

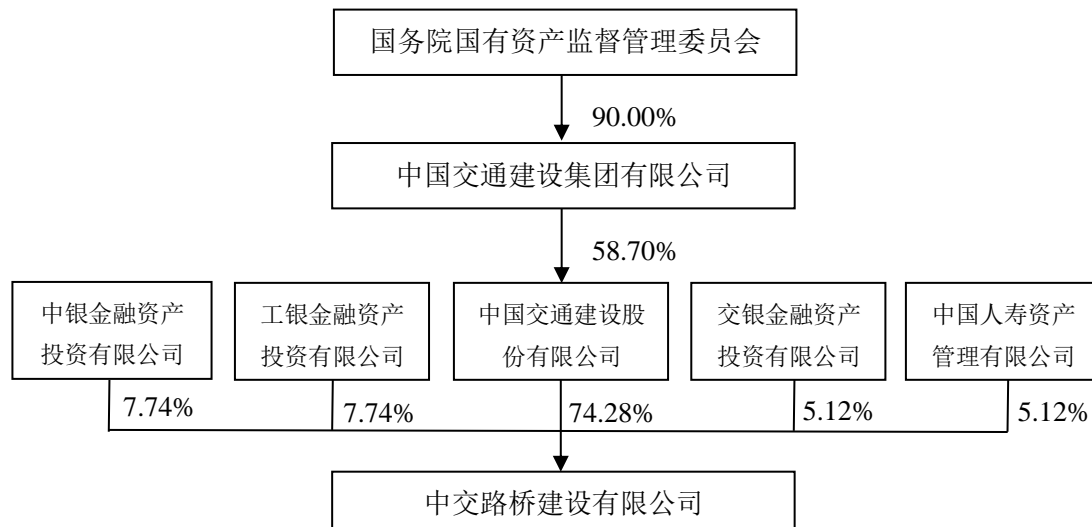
截至 2021 年末，中国交建总资产为 13,908.37 亿元，所有者权益为 3,913.54 亿元，资产负债率为 71.86%；2021 年，中国交建实现营业总收入 6,856.39 亿元，净利润 234.96 亿元，经营活动净现金流 -126.43 亿元。

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 路建 Y1”、“20 中交路桥 MTN001”、“21 中交路桥 MTN001”、“21 路建 Y1”和“22 路建 Y1”按期偿还提供有力的保障。

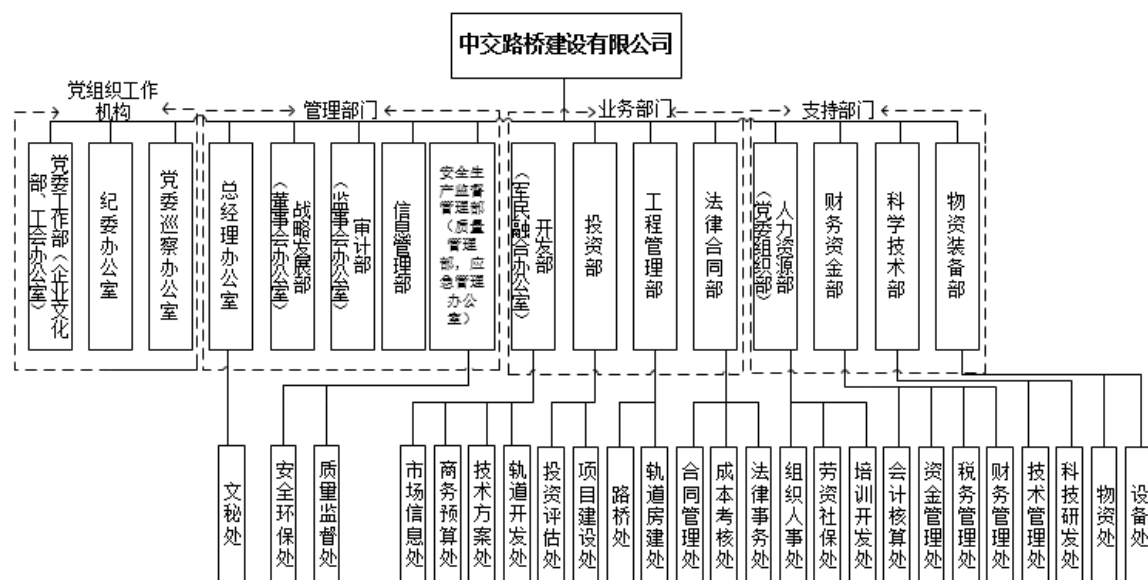
评级结论

综上所述，中诚信国际维持中交路桥建设有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 路建 Y1”、“20 中交路桥 MTN001”、“21 中交路桥 MTN001”、“21 路建 Y1”和“22 路建 Y1”的信用等级为 **AAA**。

附一：中交路桥建设有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



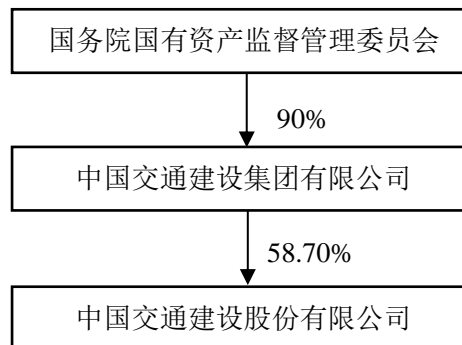
主要子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
中交路桥华东工程有限公司	公路建筑	30,010.00	100.00%
中交路桥北方工程有限公司	公路建筑	50,001.00	100.00%
中交路桥华南工程有限公司	公路建筑	80,010.00	100.00%
中交路桥华北工程有限公司	公路建筑	30,010.00	100.00%
中交路桥南方工程有限公司	公路建筑	30,010.00	100.00%
中交路桥建设西藏工程有限公司	公路建筑	20,010.00	100.00%
中交清远投资发展有限公司	工程建筑	74,949.00	100.00%
贵州中交玉石高速公路发展有限公司	工程建筑	262,235.29	100.00%



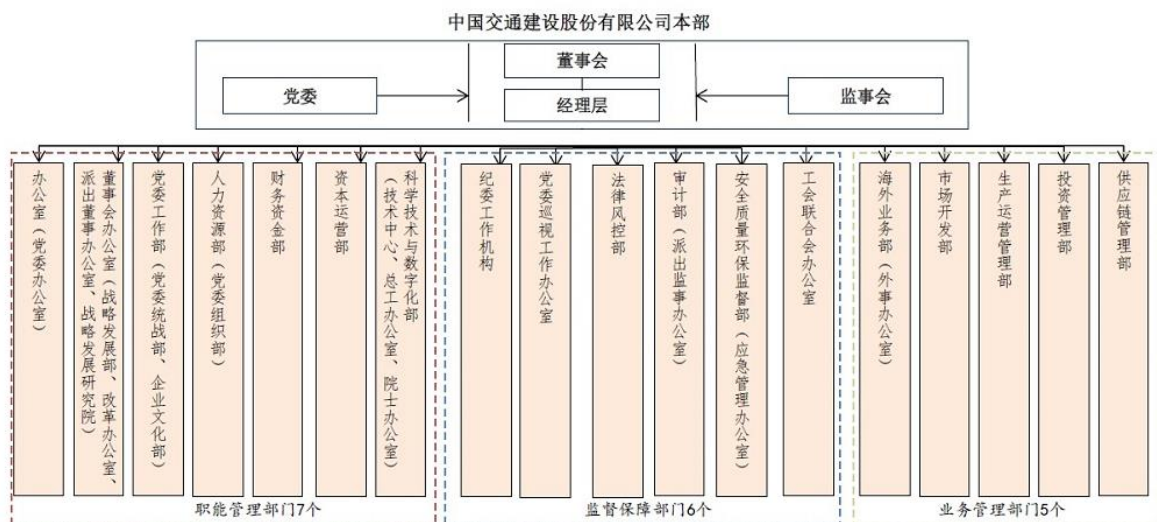
注：根据中国交建 2021 年年度报告显示，国务院国有资产监督管理委员会对中交集团的持股比例变更为 90%，但截至 2022 年 3 月末尚未完成工商变更。

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 2022 年 3 月末）



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	74.28
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：中交路桥建设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	606,856.36	555,484.00	326,935.58	454,627.83
应收账款净额	389,483.91	397,884.31	470,104.81	456,433.69
其他应收款	310,751.66	422,895.22	564,870.95	421,162.11
存货净额	405,255.44	586,635.51	868,137.72	917,969.88
长期投资	1,165,905.38	1,312,079.70	1,395,284.79	1,389,614.32
固定资产	56,431.38	64,276.05	74,103.71	69,344.40
在建工程	3,029.58	25.29	0.00	0.00
无形资产	2,497,833.99	1,065,745.06	1,590,922.56	1,661,430.89
总资产	6,470,960.76	5,812,624.53	7,126,999.92	7,467,567.57
其他应付款	293,398.80	353,058.65	437,818.38	359,209.00
短期债务	759,197.52	583,878.16	703,560.75	819,813.65
长期债务	1,689,478.40	1,207,795.24	1,597,023.70	1,843,848.29
总债务	2,448,675.92	1,791,673.40	2,300,584.45	2,663,661.94
净债务	1,841,819.57	1,236,189.40	1,973,648.87	2,209,034.11
总负债	4,965,148.48	4,426,888.75	5,302,025.10	5,560,968.10
费用化利息支出	80,312.08	106,115.94	66,151.62	--
资本化利息支出	34,278.93	16,198.79	27,673.98	--
所有者权益合计	1,505,812.28	1,385,735.77	1,824,974.83	1,906,599.47
营业总收入	3,738,307.73	4,127,409.59	5,000,656.66	1,248,636.73
经营性业务利润	188,514.34	258,943.16	268,508.84	56,429.61
投资收益	-21,502.05	-51,154.05	-60,709.47	-8,337.94
净利润	117,185.68	164,598.27	181,155.60	36,072.83
EBIT	232,650.73	310,443.42	279,000.58	--
EBITDA	278,561.41	358,958.48	330,830.77	--
经营活动产生现金净流量	277,883.80	264,320.62	236,112.97	-152,603.09
投资活动产生现金净流量	-921,640.00	-837,198.22	-1,049,133.40	-73,847.45
筹资活动产生现金净流量	886,073.92	521,828.05	613,096.26	351,470.84
资本支出	787,362.26	421,703.62	704,949.60	144,448.58
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	13.57	15.91	12.40	10.89
期间费用率(%)	8.36	9.46	6.86	6.14
EBITDA 利润率(%)	7.45	8.70	6.62	--
总资产收益率(%)	3.99	5.05	4.31	--
净资产收益率(%)	9.57	11.38	11.28	7.73*
流动比率(X)	0.67	0.78	0.70	0.71
速动比率(X)	0.54	0.59	0.45	0.46
存货周转率(X)	5.98	7.00	6.02	4.98*
应收账款周转率(X)	13.15	10.48	11.52	10.78*
资产负债率(%)	76.73	76.16	74.39	74.47
总资本化比率(%)	61.92	56.39	55.76	58.28
短期债务/总债务(%)	31.00	32.59	30.58	30.78
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.15	0.10	-0.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.37	0.45	0.34	-0.74*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.43	2.16	2.52	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.27	3.84	3.59	--
总债务/EBITDA(X)	8.79	4.99	6.95	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.61	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.43	2.93	3.53	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.03	2.54	2.97	--

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、其他非流动负债科目的有息债务调整至长期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺少数据，部分指标无法计算。

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中国交建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
经营效率	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）
盈利能力	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
	营业毛利率
	=（营业收入-营业成本）/营业收入
现金流	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
偿债能力	总资产收益率
	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率
	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率
	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率
	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出
	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（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
偿债能力	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
偿债能力	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
偿债能力	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。