

中交第二航务工程局有限公司
2022 年面向专业投资者公开发行
可续期科技创新公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2022)010508】

评级对象: 中交第二航务工程局有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期科技创新公司债券(第一期)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2022 年 6 月 22 日

计划发行: 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

本期发行: 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

发行目的: 偿还到期债务、补充流动资金

存续期限: 基础期限为 3 年,附发行人可续期选择权及赎回选择权

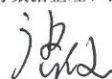
偿还方式: 按年单利计息,含递延付息条款,到期一次性偿还本金

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	157.99	121.62	55.55	55.56
刚性债务	220.54	210.81	270.79	162.87
所有者权益	153.94	186.80	228.38	230.44
经营性现金净流入量	48.24	28.59	18.24	13.25
合并口径数据及指标:				
总资产	933.17	1,052.84	1,276.72	1,259.23
总负债	756.98	841.33	1,011.14	990.59
调整后刚性债务	267.63	331.79	409.53	437.87
所有者权益	176.19	211.51	265.58	268.64
营业收入	743.49	762.25	868.99	209.29
净利润	12.51	10.34	15.04	3.88
经营性现金净流入量	19.51	-11.09	1.68	9.64
EBITDA	28.95	26.19	30.19	-
资产负债率[%]	81.12	79.91	79.20	78.67
调整后权益资本与刚性债务	50.94	41.19	44.72	42.53
比率[%]				
流动比率[%]	96.86	94.80	96.26	95.19
现金比率[%]	25.49	20.80	9.57	10.13
利息保障倍数[倍]	5.77	3.68	4.19	-
净资产收益率[%]	8.19	5.33	6.31	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.38	-1.69	0.23	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.94	-12.15	-5.24	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.97	5.69	5.34	-
EBITDA/调整后刚性债务[倍]	0.13	0.09	0.08	-

注:根据中交二航局经审计的 2019~2021 年财务数据,未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

评级总监:

分析师

刘睿杰 lrj@shxsj.com

凌辉 linghui@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

● **股东支持与管控。**中交二航局的主要出资人中国交建在我国交通基础设施建设领域具有很强的竞争优势。作为中国交建核心子公司,公司能够获得中国交建在业务、资金等方面提供的支持,并受其严格管控。

● **技术优势明显。**中交二航局拥有公路、港口与航道、市政公用工程施工总承包特级资质,承接过一系列世界级大型工程,在高难度、高水平的工程施工方面经验丰富,并且拥有 2,305 余项专利,施工技术优势显著。

● **公司融资渠道畅通。**中交二航局具有良好的资信状况和信贷融资能力,可获得各大商业银行的资金支持。2021 年末,公司尚未使用授信 436.37 亿元。

主要风险:

● **建筑行业竞争激烈。**我国建筑行业竞争激烈且不断加剧,中交二航局所处的公路、桥梁市场竞争较为激烈。

● **杠杆水平高。**近年来,中交二航局资产负债率始终较高,且以流动负债为主,存在流动性压力。

● **存在资金回笼风险,且资金需求持续扩大。**中交二航局资产主要由应收账款及存货等构成,工程项目占用资金较大,公司面临的资金回笼压力大。且随着承接的 PPP 项目逐渐增多,中交二航局营运资金需求不断加大,较大规模的投资性支出或使公司面临的资金平衡压力加

 刘睿杰
凌辉

大。

- **海外业务风险。**中交二航局海外业务规模较大，海外项目存在一定的汇率风险、地缘政治风险等跨国经营风险。
- **债项条款风险。**本期债券允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险，且本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

➤ 未来展望

通过对中交二航局及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中交第二航务工程局有限公司 2022 年面向专业投资者公开发 行永续期科技创新公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

中交第二航务工程局有限公司（简称“中交二航局”、“该公司”或“公司”）前身为中港第二航务工程局，组建于 1950 年。1998 年 1 月，公司并入中国港湾建设（集团）总公司。2005 年 12 月，中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司合并成立中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）。2006 年 10 月，中交集团以其及下属的全资企业、控股公司、合营公司、联营公司与主营业务相关的资产和股权，独家发起设立中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）。根据中国交建的重组方案及中交集团中交企字[2006]802 号《关于二航局及所属企业改制方案的批复》，公司由原中港第二航务工程局整体改制为中交第二航务工程局有限公司，由中国交建出资。公司初始注册资本为 90,151.00 万元，后经多次增资，注册资本达到 380,979.81 万元。2019 年 8 月 31 日，中国交建第四届董事会第二十六次会议审议通过《关于公司拟引入第三方投资者对所属部分子公司实施增资的议案》。2019 年 9 月 25 日，中国交建、公司与投资者农银投资和建信投资订立《关于中交第二航务工程局有限公司之投资协议》及《中交第二航务工程局有限公司增资协议》，农银投资和建信投资分别对公司增资 100,000 万元，合计 200,000 万元；双方增资款中的 29,370.79 万元，合计 58,741.58 万元计入实收资本，其余部分计入资本公积。上述增资及股权变更事项完成后，农银投资和建信投资分别取得公司 6.68% 的股权，合计 13.36% 的股权；公司注册资本增加至 439,721.39 万元。2021 年，根据中国交建《关于同意二航局开展债转股业务的批复》（中交股资发[2021]510 号），公司注册资本金增至 496,992.48 万元。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 496,992.48 万元。

该公司是中国交建的重要下属工程施工企业，以基础设施建设为主业，承接包括路桥、港航、铁路、城市轨道交通、市政工程施工等工程。公司拥有公路工程施工总承包特级、港口与航道工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级资质。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司董事会决定及公司股东会批准通过，并经中国证券监督管理委员会注册（证监许可〔2022〕1966号），本次债券注册总额20亿元，采取分期发行，本期债券发行金额为不超过20亿元（含）。本期债券基础期限为3年，以每3个计息年度为一个周期，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。本期债券设置赎回选择权，公司有权在本期债券存续期间的因税务政策变更或者因会计准则变更赎回本期债券全部未偿份额。本期债券发行金额为不超过20亿元（含）；本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将15亿元用于偿还公司到期公司债券，5亿元用于补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	中交第二航务工程局有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期科技创新公司债券（第一期）
总发行规模：	不超过 20 亿元（含 20 亿元）
本期发行规模：	不超过 20 亿元（含 20 亿元）
本次债券期限：	基础期限为 3 年，附发行人可续期选择权及赎回选择权
债券利率：	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的专业投资者进行询价，由发行人和主承销商根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年单利计息，含递延付息条款，到期一次性偿还本金
增级安排：	无

资料来源：中交第二航务工程局

截至 2022 年 5 月 28 日，该公司合并口径下尚有本金合计 75.00 亿元的债券仍处于存续期，公司对已发行债券均能按时还本付息。公司合并口径下存续债券概况如图表 2 所示。公司存续债券中，19 中交二航 MTN001 和 19 中交 Y1 将于半年内到期（或行权），余额合计 20.00 亿元。

图表 2. 截至 2022 年 5 月 28 日公司合并口径下存续债券概况

债项名称	当前余额（亿元）	发行期限（年）	票面利率（当期）（%）	发行日期	到期日期
21 中交二航 MTN003	10.00	3(3+N)	3.47	2021-12-06	2024-12-08
21 中交二航 MTN002	5.00	3(3+N)	3.97	2021-06-23	2024-06-25
21 中交二航 MTN001	10.00	3(3+N)	4.10	2021-05-10	2024-05-12
20 中交二航 MTN001	15.00	3(3+N)	4.70	2020-10-19	2023-10-21
20 中交二航 MTN002	15.00	2(2+N)	4.95	2020-12-16	2022-12-18
19 中交二航 MTN001	5.00	3(3+N)	4.28	2019-09-18	2022-09-19
19 中交 Y1	15.00	3(3+N)	4.40	2019-07-08	2022-07-10

债项名称	当前余额(亿元)	发行期限(年)	票面利率(当期)(%)	发行日期	到期日期
合计	75.00	-	-	-	-

资料来源：中交第二航务工程局

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于该公司普通债务。区别于普通债券，本期债券在债券续期、利率调整、利息支付等方面设置有特殊条款，具体如下：

本期债券以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，该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不受次数的限制。公司将于本期债券约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。若行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中披露：（1）本期债券的基本情况；

（2）债券期限的延长时间；（3）后续存续期内债券的票面利率或利率计算方法。若放弃行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中明确将按照约定及相关规定完成各项工作。

本期债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，该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或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发行人未能按照约定足额支付利息的行为。公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。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复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。递延支付利息公告内容应包括但不限于：（1）本期债券的基本情况；（2）本次利息的付息期间、本次递延支付的利息金额及全部递延利息金额；（3）公司关于递延支付利息符合募集说明书等相关文件约定的声明；（4）受托管理人出具的关于递延支付利息符合递延支付利息条件的专项意见；（5）律师事务所出具的关于递延支付利息符合相关法律法规规定的专项意见。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，该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。债券存续期内如发生强制付息事件，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。若公司选择行使递延支付利息选择权，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。债券存续期内如发生利息递延下的限制事项，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易

日由中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算数平均值(四舍五入到 0.01%);初始利差为首个周期票面利率与初始基准利率之间的差值,并在后续重置票面利率时保持不变。

重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。如果该公司行使续期选择权,本期债券后续每个周期当期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。当期基准利率为重新定价周期起息日前 250 个交易日由中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算数平均值(四舍五入到 0.01%)。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年上半年,在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下,全球经济增长动能持续减弱,我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程,因内外环境发生了明显的不利变化,经济发展的压力加大。短期内,我国实现年度增长目标任务艰巨,宏观政策将主要围绕“稳增长”开展;从中长期看,在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上,贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性,我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年上半年,在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下,全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大,我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强,疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高,采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动,推动了利率快速大幅攀升,进一步加重了债务负担,叠加美元明显走强,全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时,也威胁了全球的粮食和能源安全,对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程,因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化,面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重

压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产和盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在 SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现 5.5% 左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

我国建筑施工行业景气度与固定资产投资增速密切相关，近年来行业总产值维持中低速增长。2021 年受地方政府隐性债务严监管等因素影响，全年基础设施投资增速低迷。但 2022 年以来，经济下行压力加大，作为经济稳增长的重要着力点，全年基建投资有望提速。

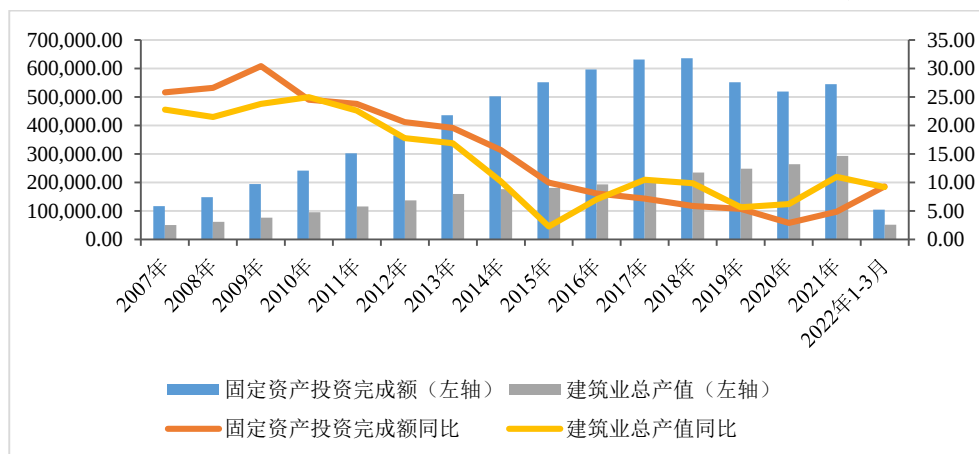
a. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，叠加“新冠”

肺炎疫情冲击，建筑施工业总产值增速承压。

2021 年我国固定资产投资完成额为 54.45 万亿元，同比增长 4.9%，增速较上年提升 2 个百分点，但仍处历史较低水平。同年建筑业总产值为 29.31 万亿元，同比增长 11.0%，增速较上年提升 4.8 个百分点，阶段性回暖。2022 年第一季度，建筑业总产值为 5.17 万亿元，同比增长 9.2%。但 3 月份以来，新冠疫情在我国主要经济活跃区域频发，导致项目开工受阻，预计将对建筑业全年总产值造成一定影响。

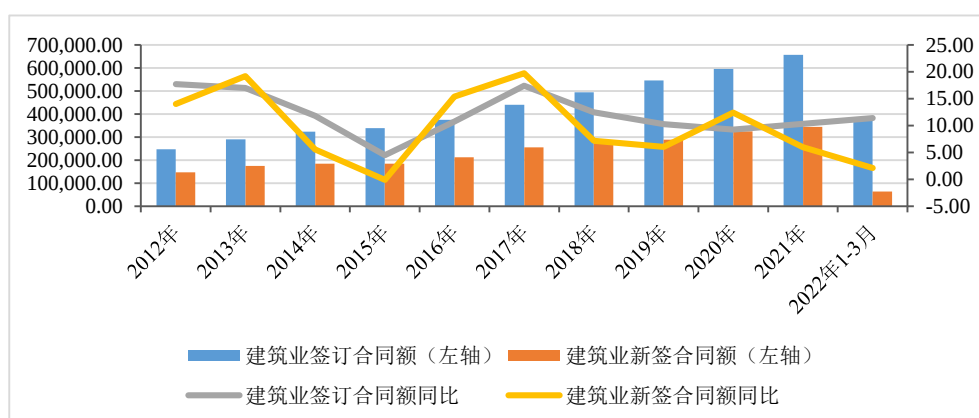
图表 3. 我国固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

新签合同为建筑行业产值形成的基础，新签合同额变化趋势与产值走势趋同，但其对市场环境变化更加敏感，短周期内的波动趋势和变化幅度更加明显。2019-2021 年，建筑业新签合同额保持增长，分别为 28.92 万亿元、32.52 万亿元和 34.46 万亿元，同比增速分别为 6.00%、12.43%和 5.96%，短期内增速波动下降。2022 年第一季度，建筑业新签合同额为 6.34 万亿元，同比增速 2.12%。

图表 4. 我国建筑施工行业新签合同变化情况（单位：亿元，%）

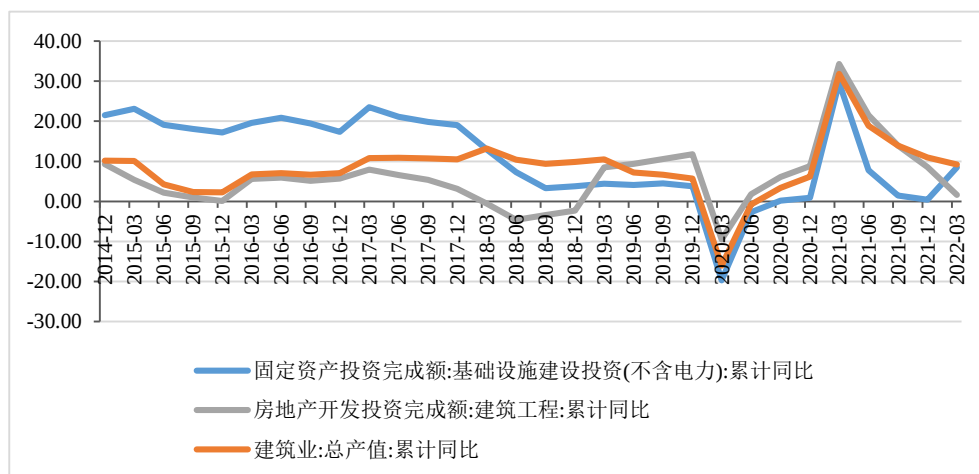


资料来源：Wind

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设投资两大领域。基建投资被普遍认为是经济稳增长的重要抓手，但在地方政府隐性债务监管趋严、专项债发行较慢以及提高投资效率的等背景下，近年来基建投资增

速持续低迷。2021 年，全国基础设施建设投资（不含电力）增速仅为 0.40%。2022 年第一季度，全年专项债额度下达和发行明显提速，基础设施建设（不含电力）实现投资增速 8.50%，但 4 月份有所下降，1-4 月累计增速为 6.50%。受疫情及国际局势变化等因素影响，目前我国经济下行压力进一步加大，基建投资作为经济调整的重要着力点，预计全年投资将有所提速。

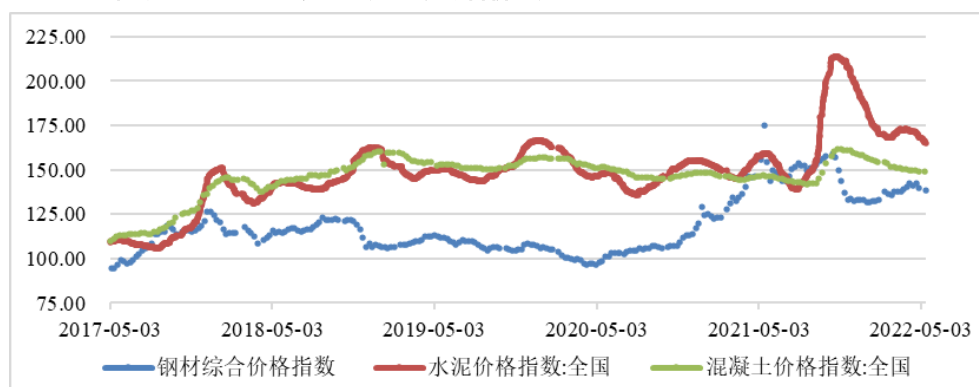
图表 5. 建筑施工行业主要下游行业投资完成额增速变化趋势（单位：%）



资料来源：Wind

建筑施工企业工程施工成本包括材料成本、人工成本、机械使用成本和其他成本，其中以钢材、水泥等为主的建筑原材料占生产成本比重较大，约为 40%-60%；人工成本占比约为 20%-30%。受供给侧改革及环保限产等因素影响，近年来我国钢材、水泥、混凝土等主要建材价格指数上涨明显。2020 年 10 月起，受全球流动性宽松、疫情防控取得成效的国家产能相对需求供应不足等因素叠加影响，国际铁矿石和焦炭价格大幅上涨，我国钢材企业生产成本上升，钢材市场价格走高；受“能耗双控”力度收紧、原燃材料价格上涨等因素的影响，2021 年 8 月起，我国水泥价格大幅上涨并创出历史新高。虽然钢材、水泥等建材价格已于 2021 年 11 月起有所回落，但仍处于相对高位，下游建筑施工企业成本控制压力较大。

图表 6. 2017 年以来主要建筑材料价格走势



资料来源：Wind

交通基础设施施工业

2018-2019 年，我国交通基础设施投资增速明显下降，全年投资增速分别为 0.7%和 3.1%。2020 年，我国完成交通固定资产投资（含铁路、公路、水路及其他）3.48 万亿元，同比增长 7.1%，增速为 2018 年以来的最高水平，投资加速主要系基建补短板下高速公路建设投资拉动增长 6.1 个百分点。2021 年前三季度，全国完成交通固定资产投资 2.49 万亿元，同比增长 2.26%，增速较上年同期下降 7.54 个百分点。

公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，在 2021 年全社会各类运输方式中的营业性客运量和货运量中占比分别为 60.39%和 75.12%，同时亦为我国交通基建投资的主力。2021 年，我国完成公路固定资产投资 2.60 万亿元，同比增速为 6.0%。同年 1-11 月，东部地区、中部地区和西部地区分别完成投资额 0.75 万亿元、0.56 万亿元和 1.09 万亿元，同比增速分别为 0.9%、18.7%和 4.0%。从各细分领域来看，我国高速公路每年投资建设金额占公路投资建设总金额的比例在 45%左右，普通国省道投资建设金额占比分别约为 30%和 25%。2021 年，高速公路、普通国省道和农村公路分别完成投资 15,151 亿元、5,609 亿元和 4,095 亿元，分别较上年同比增长 12.4%、5.9%和-12.9%。公路投资细分领域景气度分化较大，其中高速公路建设持续、高速推进，普通国省道及农村公路投资整体呈下降趋势。伴随公路建设投资的增加，我国公路总里程数和养护里程数亦不断上升。2021 年末，我国公路总里程为 528.07 万公里，较上年末增加 8.26 万公里；公路密度为 55.01 公里/百平方公里，较上年末增加 0.86 公里/百平方公里。按公路等级来看，年末我国四级及以上等级公路里程 506.19 万公里，较上年末增加 11.74 万公里，占公路总里程的 95.9%，较上年末提高 0.7 个百分点；其中二级及以上等级公路里程 72.36 万公里、高速公路里程 16.91 万公里。同年末，我国公路养护里程为 525.16 万公里，较上年末增加 10.76 万公里；养护里程占公路总里程的 99.4%，较上年末提高 0.4 个百分点。全国公路运量逐年增长，同时低等级公路占比高，未来公路养护市场空间较大。

铁路尤其是高铁对沿线地区经济发展起到了推进和均衡作用，能够节约能源、减少环境污染，铁路建设为我国基建投资的重要组成部分。近年来我国铁路建设投资规模整体维持在 8,000 亿元左右，但 2020 年以来投资规模有所下降，其中 2021 年前三季度投资完成额为 5,102 亿元，同比下降 7.76%。大规模投资推动铁路运营里程快速增加，2020 年末我国铁路运营总里程为 14.6 万公里，其中高铁营业里程 3.8 万公里；全国铁路路网密度 152.3 公里/万平方公里。

《综合运输服务“十四五”发展规划》明确提出要优化运输结构，2025 年铁路货物周转量占比由 2020 年的 15.5%提升至 17%。在“公转铁”政策指引下，相关铁路网建设将进一步完善。

港口建设投资方面，自 2014 年起水路固定资产投资额持续下降。2020 年以来，受运输不均衡性加剧、疫情冲击等因素影响，我国港口货运吞吐及建设

投资增速加快，全年完成投资额同比增长 17.0%至 1,330 亿元。截至 2020 年末，全国港口万吨级及以上泊位 2,592 个，比上年末增加 72 个；其中沿海港口万吨级及以上泊位 2,138 个，增加 62 个；内河港口万吨级及以上泊位 454 个，增加 10 个。2021 年前三季度，沿海建设投资额为 543.98 亿元，内河建设投资额 505.09 亿元；完成港口货物吞吐量 115.5 亿吨，同比增长 8.9%。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》中关于加快建设交通强国部分明确提出：建设现代化综合交通运输体系，完善综合运输大通道，加强出疆入藏、中西部地区、沿江沿海沿边战略骨干通道建设；构建快速网，基本贯通“八纵八横”高速铁路，提升国家高速公路网络质量，加快建设世界级港口群和机场群。战略骨干通道包括建设川藏铁路雅安至林芝段和伊宁至阿克苏、酒泉至额济纳、若羌至罗布泊等铁路，推进日喀则至吉隆、和田至日喀则铁路前期工作，打通沿边公路 G219 和 G331 线，提质改造川藏公路 G318 线。在经济下行压力加大、地产调控持续高压的背景下，中短期内基建托底仍具重要作用，交通基础设施投资有望保持投资规模；但中长期看，交通基础设施成熟度的显著提升、地方政府债务约束的不断强化等，将压缩交通基础设施工业的市场空间。

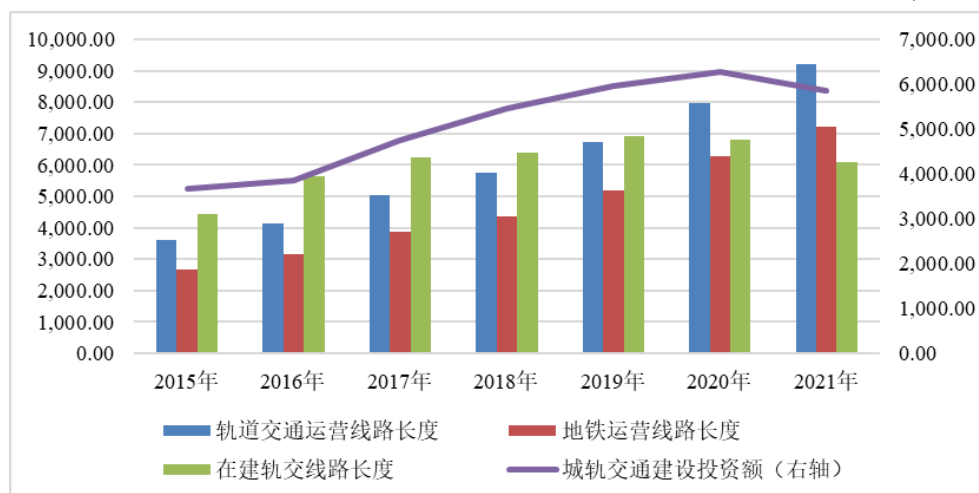
市政工程施工业

我国城镇化发展带动市政工程等基础设施建设投资实现快速发展，截至 2021 年末我国城镇化率提高至 64.72%。但随着城镇化率的逐步提升和地方财政压力加大，2017 年以来城市市政公用设施建设固定资产投资完成额增速明显下降。2020 年市政公用投资力度加大，全年完成投资 22,283.93 亿元，占全社会固定资产投资总额的 4.23%；同比增长 10.72%，增速较上年提升 10.70 个百分点。其中道路桥梁、轨道交通、园林绿化和排水工程固定资产投资完成额占比分别为 35.07%、28.81%、7.30%和 9.49%，为市政公用主要投资方向。总体看来，道路桥梁、城市排水等重大民生工程投资持续性较好，但在地方政府财政承压的情况下，园林绿化类项目投资建设的可调节空间更大。

轨道交通方面，自 2013 年地铁审批权下放至省级政府，特别是 2015 年国家发改委《关于加强城市轨道交通规划建设管理的通知》颁布以后，我国城市轨道交通建设进入快车道，2013-2018 年轨道交通固定资产投资年复合增长率为 19.75%。2017 年部分城市地铁项目因当地财政收入与项目建设金额不匹配被叫停。2018 年 3 月国家发改委发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设工作的意见》，修订了原有城市轨道交通建设基本条件，对申报城市的一般公共财政预算收入、地区生产总值和市区常住人口等进行严格限制要求。经过相关政策调整，城轨交通建设投资增速自 2019 年起开始逐渐放缓，2021 年共完成 5,859.8 亿元，同比下降 6.78%。截至 2021 年末，中国大陆地区共有 50 个城市开通城市轨道交通，运营线路总长度 9,206.8 公里，其中地铁运营线路 7,209.7 公里；较上年末相比新增洛阳、嘉兴、绍兴、文山州、芜湖 5 个城市，新增运营线路 39 条、运营线路长度 1,237.1 公里。截至 2021 年末，共有 55 个城市的

城轨交通线网规划获批（不含地方政府批复的城市），其中在实施的建设规划线路总长 6,096.4 公里。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划》中明确十四五期间计划新增城市轨道交通运营里程 3,000 公里，城轨类市政工程建设未来仍有一定发展空间。

图表 7. 2015 年以来全国轨道交通投资及运营里程变化情况（单位：公里，亿元）



数据来源：城市轨道交通协会

城市道路桥梁投资建设于 2013 年达到历史峰值 8,355.6 亿元后整体呈 U 型走势，2020 年完成投资额 7,814.3 亿元。2020 年末我国城市道路长度 49.27 万公里，道路面积 96.98 亿平方米，分别较上年末增长 7.27% 和 6.61%；人均城市道路面积为 18.04 平方米，较上年末增加 0.68 平方米。根据 2021 年 5 月发布的《中国主要城市道路网密度监测报告》，截至 2020 年第 4 季度，全国 36 个主要城市道路网总体平均密度为 6.2 千米/平方千米，相较于 2019 年增长约 1.5%；深圳、厦门和成都 3 座城市道路网密度达到 8 千米/平方千米以上，共有 9 座城市达到 7 千米/平方千米以上。

海外工程施工业

我国是全球建筑工程承包服务商的主力军之一。根据 2021 年度美国《工程新闻记录 (ENR)》公布的“全球最大 250 家国际承包商”榜单，我国内地共有 78 家企业入围，较上年增加 4 家，上榜企业数量继续蝉联各国榜首。我国入围企业在 2020 年实现国际营业额 1,074.6 亿美元，同比下降 8.9%，占 250 家上榜企业国际营业总额的 25.6%，较上年提升 0.2 个百分点。

东南亚等“一带一路”沿线国家和非洲地区等发展中国家的基础设施建设需求强劲，为我国施工企业主要海外市场。受新冠肺炎疫情全球大流行的反复影响，2020 年和 2021 年我国对外承包工程新签合同额分别为 2,555.40 亿美元和 2,584.90 亿美元，同比分别变化 -1.81% 和 1.20%；对外承包工程业务完成营业额分别为 1,559.4 亿美元和 1,549.4 亿美元，分别较上年变化 -9.81% 和 -0.6%。海外疫情影响我国施工企业海外业务新签和在跟进项目的正常推进，已开工项目面临延期、部分项目后续开工面临推迟风险，同时海外工程管理人员及施工

人员健康安全等方面亦面临挑战。

政府和社会资本合作机制

根据财政部政府和社会资本合作中心信息显示，截至 2022 年 3 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台管理库的项目累计 10,282 个，总投资额 16.4 万亿元；累计签约落地项目 7,772 个，投资额 12.9 万亿元，签约落地率 78.7%；累计开工项目 5,017 个，投资额 8.1 万亿元，开工率 49.4%。管理库项目涵盖 19 个一级行业，截至 2022 年 3 月末，累计入库数和落地数前五大行业分别为市政工程 4,201 个/3,251 个、交通运输 1,446 个/1,123 个、生态建设和环境保护 957 个/737 个、城镇综合开发 616 个/466 个、教育 519 个/378 个，前五大合计占比分别为 75.3%和 76.6%。同期末累计投资额和落地项目投资额前五大行业分别为交通运输 58,307 亿元/43,971 亿元、市政工程 45,945 亿元/38,343 亿元、城镇综合开发 19,670 亿元/15,967 亿元、生态建设和环境保护 10,723 亿元/8,755 亿元、水利建设 3,935 亿元/3,021 亿元，前五大合计占比分别为 84.7%和 85.5%。从管理库累计已开工建设项目投资额来看，截至 2022 年 3 月末，投资额前五大省份分别为云南 13,080 亿元、贵州 12,764 亿元、四川 11,518 亿元、河南 10,569 亿元、浙江 10,298 亿元。落地 PPP 项目主要集中在云贵川等中西部欠发达地区以及东南沿海经济发达省份，但各地财政实力存在较大差距，PPP 项目投资对地方政府财力负担影响不一。截至 2022 年 3 月末，全国 2,763 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,729 个行政区 PPP 项目合同期内各年度财政承受能力指标值均在 10%红线以下，其中 2,035 个行政区财承占比低于 7%预警线，1,574 个行政区低于 5%。超 10%红线的行政区共 34 个，较上年同期增加 12 个，包括新疆 8 个行政区，贵州 5 个行政区，内蒙古 4 个行政区，天津、陕西各 3 个行政区，吉林、江西、广东各 2 个行政区，浙江、安徽、湖北、湖南、云南各 1 个行政区，目前已停止超红线行政区新项目入库。

PPP 模式运作的基建投资项目，可缓解建设期财政资金的平衡压力，目前 PPP 项目的投资建设已成为推动我国固定资产投资建设的重要力量之一。PPP 项目回报机制以可行性缺口补助类和政府付费类项目为主，两者合计占管理库项目总数和总投资额的 90%以上。为防范地方政府在推进 PPP 项目中存在超出自身财力、固化政府支出责任和泛化运用范围等问题，国家相关部门陆续出台政策禁止政府方向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，或由政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。

b. 政策环境

近年来，国家为规范促进建筑施工行业健康发展，推进行业“放管服”改革工作和绿色建筑发展。2020 年以来，行业主管部门国家住房和城乡建设部（简称“住建部”）主要在工程施工资质管理制度、工程造价改革和行业重点突出问题整治等方面对行业加强管理和规范。2020 年 12 月，住建部发布《关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》，旨在精简企业资质类别，

归并等级设置,简化资质标准,优化审批方式,进一步放宽建筑市场准入限制。同年 12 月,住建部印发《关于开展建设工程企业资质审批权限下放试点的通知》,除最高等级资质(综合资质、特级资质)和需跨部门审批的资质外,将原由住建部负责审批的其他资质审批权限下放至 6 个试点地区省级住房和城乡建设主管部门;2021 年 3 月,审批权限下放试点新增 9 省。2021 年 8 月,住建部开展工程建设领域整治工作,计划到 2022 年 6 月底,工程建设领域恶意竞标、强揽工程等违法违规行为得到有效遏制,招标投标乱象和突出问题得到有效整治,招标投标监管制度进一步完善。

2022 年 1 月,住建部正式发布《“十四五”建筑业发展规划》,提出了建筑业 2035 年远景目标以及“十四五”时期发展目标,并明确了七大主要任务:

- (1) 加快智能建造与新型建筑工业化协同发展;
- (2) 健全建筑市场运行机制;
- (3) 完善工程建设组织模式;
- (4) 培育建筑产业工人队伍;
- (5) 完善工程质量安全保障体系;
- (6) 稳步提升工程抗震防灾能力;
- (7) 加快建筑业“走出去”步伐。

c. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低,业内企业数量庞大,行业竞争激烈。截至 2021 年末,从业企业数量为 128,746 家,其中拥有施工总承包特级资质的企业仅 740 家。目前建筑施工行业集中度仍偏低,在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高,行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范,以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下,大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在工程承揽方面具有竞争优势。

图表 8. 建筑施工行业概况

指标	单位	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
企业数量	家	83,017	88,059	95,400	103,814	116,716	128,746	114,717
从业人数	万人	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37	5,366.94	5,282.94	3,567.09

数据来源:国家统计局、Wind

在激烈的市场竞争中,拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年,以中铁工、中铁建,中国建筑和中國交建等为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇,利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张,逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化,在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。

图表 9. 中国交建下属部分样本企业基本数据概览(2021 年/末)

样本企业	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	应收账款 周转天数 (天)	总资产 周转率 (次)	资产负债 率(%)	经营性 净现金流 (亿元)
中交第一航务工程局	833.60	525.18	7.90	9.80	68.08	0.64	77.15	19.63
中交第二航务工程局	1,276.72	868.99	8.83	15.04	44.58	0.75	79.20	1.68
中交第三航务工程局	680.18	444.07	7.45	3.33	46.23	0.64	78.24	63.58
中交第四航务工程局	668.67	428.54	12.85	24.67	-	0.65	-	49.15

样本企业	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	应收账款 周转天数 (天)	总资产 周转率 (次)	资产负债 率(%)	经营性 净现金流 (亿元)
中交一公局集团	1,689.61	1241.02	9.63	18.20	35.56	0.74	81.10	22.11
中交第二公路工程局	745.27	603.17	8.89	15.87	43.17	0.88	76.96	29.50
中交第四公路工程局	664.95	437.19	10.86	14.10	51.50	0.64	74.86	-49.20

资料来源：Wind 资讯

d. 风险关注

➤ 财务杠杆水平偏高，款项回收风险进一步积累

建筑施工企业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大，行业财务杠杆水平偏高。在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步累积。

➤ 盈利水平或进一步弱化

除部分特殊施工类型外，我国建筑施工市场是完全竞争市场，尽管工程招投标机制和资质管理等形成了一定的进入门槛，但是建筑行业内企业竞争压力仍很大，建筑施工行业的利润率一直处于低水平。加之融资规模增大、融资成本上升导致财务费用负担加重，同时我国劳动力价格不断攀升，2021 年以来钢材成本上升。中短期内，随着竞争的加剧和资金成本的上升，预计建筑施工行业整体盈利状况将进一步弱化。

➤ 业务模式风险

随着 PPP 模式在市政工程、公共服务设施、交通运输、生态环保等重点领域的推行，施工企业中标大量 PPP 项目。PPP 项目投资规模大、期限长，同时行业内 PPP 项目收益主要依赖于当地政府的财政实力和履约能力，导致社会资本方承担的风险相应加大。

2. 业务运营

该公司以基础设施建设为主业，建筑施工资质高，具备丰富的经验及技术优势，在手订单较为充足，未来业务较有保障。但由于公司近年来承接较多基建 PPP 项目，相关投资压力较大，后续资金需求大。此外，公司工程物资贸易业务、设计业务、疏浚业务及房地产业务等主要围绕基建主业展开，收入占比较小，对公司整体经营情况影响不大。

2021 年以来，该公司营业收入及毛利率均有所增长，整体盈利能力有所增强。

中国交建以“五商中交”为发展战略，即打造成全球知名的工程承包商、城市综合体开发运营商、特色房地产商、基础设施综合投资商、海洋重型装备

与港口机械制造及系统集成总承包商。该公司作为中国交建的核心子公司，营业规模在集团内排名靠前，公司定位为“大土木、多元化”建筑业一体化服务商，内部各分子公司坚持专业化定位，在各自领域做精做强。公司基建资质高，尤其在桥梁、公路及港口等工程方面竞争优势突出。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
基建业务	建筑施工	国内/亚非拉/亚洲/东亚	横向规模化	资质及技术/订单规模/业务布局/ 施工成本/投资项目

资料来源：中交二航局

近三年来，该公司营业收入及毛利率均持续增长，2019-2021 年营业收入分别为 743.49 亿元、762.25 亿元和 868.99 亿元，毛利率分别为 7.73%、8.17% 和 8.83%。从公司收入构成来看，公司以基建业务为主，近三年基建业务收入占营业收入在 90%左右。公司其他主营业务主要包括与基建业务相关的基建设计、疏浚业务、房地产开发、物流及运输业务等。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计	743.49	762.25	868.99
其中：基建业务	687.98	696.63	767.39
在营业收入中所占比重	92.53%	91.39%	88.31%
其中：（1）公路工程	231.14	207.57	272.25
在基建业务收入中所占比重	33.60%	29.80%	35.48%
（2）桥梁工程	105.83	95.03	102.36
在基建业务收入中所占比重	15.38%	13.64%	13.34%
（3）港口与航道工程	67.65	57.98	103.37
在基建业务收入中所占比重	9.83%	8.32%	13.47%
（4）铁路工程	89.01	70.59	59.72
在基建业务收入中所占比重	12.94%	10.13%	7.78%
（5）市政工程	127.37	201.79	143.19
在基建业务收入中所占比重	18.51%	28.97%	18.66%
（6）其他基建工程	66.98	63.66	86.50
在基建业务收入中所占比重	9.74%	9.14%	11.27%
毛利率	7.73%	8.17%	8.83%
其中：基建业务	7.77%	8.03%	9.11%
其中：（1）公路工程	7.90%	8.16%	7.97%
（2）桥梁工程	6.39%	6.60%	11.98%
（3）港口与航道工程	5.48%	5.66%	6.57%
（4）铁路工程	0.10%	0.10%	6.35%
（5）市政工程	22.03%	22.77%	12.29%
（6）其他基建工程	5.74%	5.93%	8.97%

资料来源：中交二航局

A. 基建业务

该公司基建施工业务以公路、港口、桥梁工程为主，主要通过传统施工模式及投资拉动模式开展。传统施工模式主要为施工总承包竞标项目，投资拉动模式主要为公司投资的 BT 项目、BOT 项目和 PPP 项目。

2019-2021 年，该公司基建业务收入分别为 687.98 亿元、696.63 亿元和 767.39 亿元，基建业务毛利率分别为 7.77%、8.03%和 9.11%，均呈现持续增长趋势。从各细分业务看，2021 年公路工程收入较上年相比增幅显著，主要系公司在加大业务拓展力度的同时加快施工建设进度所致。当年公路工程业务毛利率较上年下降 0.19 个百分点至 7.97%，主要系市场竞争加剧，以及原材料价格上升所致。桥梁工程收入较上年增长 7.33 亿元至 102.36 亿元，主要是受到 2020 年疫情环境下的低基数影响。2021 年桥梁工程业务毛利率较上年上升 5.38 个百分点至 11.98%，主要系当年新承接的项目总体毛利率相对较高所致。港口与航道工程收入较上年大幅增长 45.39 亿元至 103.37 亿元，主要系行业景气度变化，公司新承接的项目合同金额较大所致。当年港口与航道工程业务毛利率较上年上升 0.91 个百分点至 6.57%。铁路工程收入较上年下降 10.87 亿元至 59.72 亿元，主要系当年福厦铁路、玉磨铁路、盐通铁路等部分大型铁路项目进入收尾阶段所致。当年铁路工程业务毛利率较上年上升 6.25 个百分点至 6.35%，主要系公司对铁路工程业务开展亏损治理、提质增效专项行动所致。市政工程收入较上年大幅下降 58.60 亿元至 143.19 亿元，主要系受到疫情影响施工进度放缓所致。当年市政工程业务毛利率较上年下降 10.48 个百分点至 12.29%，主要系市政板块投资项目减少而部分成本支出具有一定刚性所致所致。

1) 资质及技术

截至 2021 年末，该公司拥有各类资质 130 余项，包括总承包特级资质 5 项（具体为公路工程施工总承包特级 3 项、港口与航道工程施工总承包特级 1 项、市政公用工程施工总承包特级 1 项），总承包一级资质 17 项（包含港口与航道工程、市政公用工程、铁路工程、建筑工程、水利水电工程和机电工程等）。

截至 2021 年末，该公司历史承建的所有工程项目质量合格率为 100%。同期末，公司共获得国家和省部级优质工程奖 283 项，包括詹天佑土木工程大奖 25 项、鲁班奖 23 项、国家优秀工程金奖 13 项、银质奖 27 项、中国市政工程金杯奖 5 项。此外，二航局还获得国际桥梁协会大奖 7 次、“菲迪克”工程项目奖 10 次，以及国际桥协“杰出结构工程奖”、英国“卓越结构工程大奖”和国际道路联盟全球道路成就奖。公司在桥梁建设领域获奖较多，代表性工程有重庆朝天门长江大桥、苏通长江大桥、上海长江隧桥和杭州湾大桥等。

该公司注重研发投入，2021 年共投入研发资金 40.40 亿元，较上年增长 20.20%。截至 2021 年末，公司拥有职工 13,363 人，其中经营管理和专业技术人员分别为 6,015 人和 10,595 人，具有正高级职称 101 人，副高级职称 1,503 人。同期末，公司拥有有效专利 2,305 项，其中发明专利 562 项；主持或参编国家、行业和地方规范 65 项，118 余项成果达到国际领先和国际先进水平。

2) 订单规模

该公司国内业务来源主要为独立参与招标或中国交建内部分包获得。2019-2021 年，新签合同金额分别为 914 亿元、1,027 亿元和 1,353 亿元，呈现逐年递增趋势。从新签合同结构来看，2021 年桥梁工程、公路工程、市政工程、其他工程及投融资项目新签合同金额均较上年明显上升，其余工程新签合同金额均有不同程度下降。其中港口工程新签合同额大幅下降主要系当年港口工程市场环境变化，项目招标量大幅减少所致。铁路及轨道交通工程新签合同额大幅下降主要系当年优质项目招标量减少所致。受到海外疫情影响，公司海外业务规模缩小，当年海外项目新签合同金额亦有所下降。

截至 2021 年末，该公司在手订单合同余额为 2,028.83 亿元，为当年营业收入的 2.33 倍，在手订单相对充足。

图表 12. 公司近年承接工程情况（单位：亿元）

类型	新签合同金额				截至 2021 年末 在手订单合同 余额	截至 2022 年 3 月末在手订单 合同余额
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度		
桥梁工程	105.00	60.00	162.00	68.00	201.41	258.30
港口工程	32.00	201.00	60.00	14.00	180.46	265.50
公路工程	139.00	243.00	310.00	138.00	426.22	516.60
市政工程	237.00	166.00	433.00	128.00	514.91	651.71
铁路及轨道交通工程	86.00	71.00	12.00	0.00	104.09	128.70
其他工程	315.00	286.00	376.00	102.00	601.75	504.80
合计	914.00	1,027.00	1,353.00	450.00	2,028.83	2,325.60
其中：海外项目	101.00	90.00	77.00	11.00	79.76	163.05
投融资项目	146.00	162.00	331.00	10.00	413.00	414.27

资料来源：中交二航局

3) 业务布局

该公司基建施工业务区域分布较广，目前以国内业务为主，同时涉及海外业务。目前国内业务覆盖范围主要集中于华中、华东及华南等区域。公司客户主要集中在地方政府融资平台、路桥投资公司和港务局等，多为国有企业，对财政依赖性较强。此外，国家货币政策及地方财力在交通基础设施领域的投入水平变化也会对公司主业资金回笼状况产生较明显影响。当年，公司来自前五大客户收入占当年营业收入的 8.93%，客户较为分散。截至 2021 年末，公司在建前十大国内基建项目工程合同总额 396.10 亿元，已完成合同金额 247.40 亿元，已回款 199.75 亿元，尚有投资需求 148.70 亿元。

图表 13. 截至 2021 年末公司国内前十大在建工程明细（单位：亿元，%）

工程合同名称	所属 板块	所在地	业主	合同签 订时间	开工时间	完工时间	合同金 额	完工百 分比	已完成 合同金 额	预计总 成本	累计回 款
新疆乌尉公路 PPP 项目 YRTJ-5 标段	公路	新疆	新疆乌尉公路包 PPP 项目总经理部	2017 年	2018-01	2023-05	26.61	96.42	25.66	23.40	24.36
巢马铁路项目	铁路	安徽	宁安城际铁路有限公司	2020 年	2021-01	2023-12	33.37	11.50	3.84	31.49	3.51
福厦铁路 6 标	铁路	福建	东南沿海铁路福建有限责任公司	2017 年	2017-09	2022-09	39.86	97.30	38.78	38.19	30.47

工程合同名称	所属板块	所在地	业主	合同签订时间	开工时间	完工时间	合同金额	完工百分比	已完成合同金额	预计总成本	累计回款
中山翠海道地下综合管廊	市政	广东	中山中交第二航务建设发展有限公司	2017 年	2018-01	2022-12	30.33	92.09	27.93	27.52	23.91
襄阳东西轴鱼梁段 PPP 项目	市政	湖北	襄阳中交基础设施建设有限公司	2018 年	2018-07	2022-03	33.71	95.45	32.18	29.68	24.82
广西南丹至天峨下老高速公路№3 段	公路	广西	广西南天高速公路有限公司	2019 年	2020-01	2022-12	24.39	74.35	18.13	23.27	17.22
天峨至巴马高速公路 №1 合同段	公路	广西	广西龙马高速公路有限公司	2020 年	2021-03	2023-12	28.08	31.74	8.91	26.37	5.1
济南凤凰路北延工程 2 标段项目	公路	山东	济南城凤公路工程 有限公司	2017 年	2018-01	2022-06	27.13	99.64	27.03	22.84	25.13
南沿江城际铁路项目	铁路	江苏	中国铁路上海局集团有限公司南京铁路枢纽工程建设指挥部	2019 年	2019-04	2023-04	23.89	92.79	22.17	22.32	17.86
广州市轨道交通十二号线及同步实施工程总承包项目	市政	广东	广州地铁集团有限公司	2018 年	2018-12	2023-07	128.73	33.22	42.76	128.73	27.37
合计	-	-	-	-	-	-	396.10	-	247.40	373.81	199.75

资料来源：中交二航局

该公司承接的海外业务主要依托中国交建下属中国港湾工程有限责任公司（简称“中国港湾”）、中国路桥工程有限责任公司（简称“中国路桥”）等海外业务平台获得，少数则通过公司自主招投标获得。通过中国港湾或中国路桥承接的海外业务由中国港湾或中国路桥行使项目管理职能，公司仅承担分包任务。公司海外项目融资渠道主要为国家开发银行（简称“国开行”）及中国进出口银行（简称“口行”），其中又以国开行的资金为主。国开行给项目所在国优惠贷款，项目由监理证实项目进度后由所在国通过指定银行支付给公司¹；口行的项目贷款全部由项目所在国提供主权担保，融资成本很低，项目由监理证实进度后由口行直接付款给公司。由于公司的海外项目多以美元计价，因此对汇率管理的要求较高。目前公司主要通过在国内采购工程物资及以美元计价签署合同的方式锁定部分汇率波动。公司海外业务主要分布于中东、非洲、南美洲及东南亚等地区，收入以港口和航道工程、公路和桥梁工程为主，因此或将面临一定地缘政治风险和汇率波动风险。

2019-2021 年，该公司海外业务收入分别为 54.43 亿元、27.60 亿元和 36.82 亿元。2021 年上升主要系海外项目回款增加所致。截至 2021 年末，公司在建前十大海外项目合同总金额 124.11 亿元，已完成合同金额 55.19 亿元，已回款 41.22 亿元。未来公司将进一步扩张海外业务，计划将海外合同量扩展到不低于总合同量的三分之一。

¹ 区别于口行直接将款项付给公司的模式，国开行直接贷款给业主，公司和国开行无直接合作关系。

图表 14. 截至 2021 末公司在建的前十大海外工程明细（单位：亿元，%）

工程合同名称	所属板块	业主	所在地	合同签订时间	开工时间	完工时间	合同金额	完工百分比	已完成合同金额	累计已回款
埃及阿布基尔装箱码头项目	港口	中港公司_埃及办事处	埃及	2021 年	2021.03	2024.03	23.10	12	2.78	0.61
内马铁路一期第五项目	铁路	中国交建内马铁路项目总经理部	肯尼亚	2016 年	2016.07	2022.09	18.32	83	15.26	12.06
塞尔维亚 E763 高速 PP 段项目	公路	中路_塞尔维亚办事处	塞尔维亚	2019 年	2019.12	2022.12	16.05	43	6.93	3.53
乌干达米轨修复项目	轨道交通工程	乌干达铁路局	乌干达	2022 年	2021.12	2022.12	2.80	28	0.78	0.59
塞尔维亚鲁马快速路项目	公路	中国路桥工程有限责任公司	塞尔维亚	2021 年	尚未下达开工令	开工令下达后 36 个月完工	23.83	-	-	0.35
巴拿马 AMADOR 邮轮码头项目	港口	中港南美分公司	巴拿马	2017 年	2017.07	2022.09	10.12	88	8.95	6.20
孟加拉卡纳普里河底隧道 S2 段项目	公路	中路-孟加拉办事处	孟加拉国	2017 年	2017.12	2022.06	8.75	93	8.17	7.80
马来西亚柔佛州蒲莱河大桥项目	桥梁	中交建设（马来西亚）有限公司	马来西亚	2017 年	2017.11	2022.10	8.59	82	7.02	5.39
以色列 21 号码头改造工程	港口	中港公司_泛地中海工程公司	以色列	2019 年	2019.11	2023.05	7.62	65	4.94	4.33
马东铁六分部彭亨河大桥及 7 号梁场项目	桥梁	中国交通建设（马来西亚）有限公司	马来西亚	2020 年	2020.08	2024.04	4.93	7	0.36	0.36
合计	-	-	-	-	-	-	124.11	-	55.19	41.22

资料来源：中交二航局

4) 施工成本

该公司建筑施工业务的成本主要由建筑材料成本、分包成本、人工成本等组成。其中，基建施工业务建筑材料²成本占比在 40%~45%之间，分包成本占比在 37%~47%之间，人工成本（包括劳务分包）占比在 3%~6%之间。公司主要建筑材料为钢材、水泥和沙石等。

工程款的结算方式以具体项目合同约定为准，一般来说，业主需支付预付款、工程进度款、竣工验收款和质保金。预付款一般在工程开工时支付，通常占合同金额的 5%~10%；进度款在施工过程中按照每月进度的 70%~95%支付，预付款在进度款中分期扣除；竣工验收后业主支付至工程结算额的 95%；剩余 3%-5%是质保金，通常在质保期结束后一次性付清。

5) 投资项目

除竞标型工程项目外，该公司还以控股或参股方式开展与工程承包主业相关的投资业务，通过投资模式承接施工业务。过往的投资业务模式以 BT 为主，

² 由于分包的工程由分包方承担建材成本，此处的建材成本仅指公司直接承担的建材成本。

在严控地方债务的背景下，2015 年以来，公司投资项目逐渐转向 PPP 模式。

该公司 PPP 模式项目参与方式基本为与当地政府合作成立 PPP 项目公司（即 SPV 公司），按照所持项目公司股份出资，PPP 项目投融资建设运营等全部由 SPV 公司负责，而后 PPP 项目施工工程由公司承接。对于带有经营性质的项目，公司计划部分通过公司自行运营，部分联合社会专业运营公司进行运营管理³。截至 2021 年末，公司在建投资项目主要为 PPP 项目，累计中标 PPP 项目 56 个。其中并表项目 25 个，合同总额 534.20 亿元，累计已投入 72.88 亿元，累计回款 12.17 亿元。项目资本金为 106.84 亿元，其中需由公司投入的资本金为 85.47 亿元。并表的 25 个项目中，已获得融资项目 24 个。非并表项目 31 个，合同总额 677.88 亿元，累计已投入 45.27 亿元，累计回款 1.47 亿元。项目资本金 135.58 亿元，其中需由公司投入的资本金为 54.23 亿元。截至 2021 年末公司主要控股 PPP 项目情况详见附录三。

B. 其他主营业务

该公司其他主营业务均围绕基建施工主业开展，包括物流与运输业务、设计业务及房地产开发业务等。物流与运输业务的经营主体为下属子公司武汉航科物流有限公司（简称“航科物流”），主要系为集团进行钢材、水泥、专用材料等相关物资的集中采购，2021 年公司物流与运输业务毛利率为 2.63%。武汉航科物流有限公司对外销售物资一般在交货后一次性收款（不含质保金），对应收账款影响较小。2019-2021 年完成内部销售收入抵销后，公司实现物流与运输业务收入分别为 38.62 亿元、46.77 亿元和 61.27 亿元。

图表 15. 公司近年来工程物资采购额及销售额（单位：亿元）

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	采购	销售	采购	销售	采购	销售	采购	销售
钢材	60.01	60.49	68.42	69.54	107.79	109.54	26.52	27.07
砼材	6.19	6.62	4.58	5.10	4.06	4.41	1.05	1.11
专材	2.33	2.39	2.33	2.36	1.12	1.15	0.34	0.35
海外直接材料	2.50	2.54	1.00	1.05	0.67	0.67	0.19	0.19
其他	1.96	3.04	1.96	2.70	3.09	4.11	2.12	2.29
合计	72.99	75.08	78.29	80.75	116.73	119.88	30.22	31.01

注：中交二航局提供，销售额含对内销售。

该公司设计业务由公司本部的局机关技术中心（简称“技术中心”）及中交武汉港湾工程设计研究院有限公司（简称“武港院”）负责，主要系为政府相关行业主管部门、国有企事业单位、大中型私营企业等提供建设、监管、运营，房地产、物流等方面咨询和设计服务，2021 年公司设计业务毛利率为 22.30%。咨询项目分阶段向客户收费，分别为合同生效后 7 个工作日内、报告文件通过评审后 15 个工作日内及公司向客户提交研究报告最终成果后 15 个工作日内。公司先后荣获湖北省优秀工程咨询成果奖和湖北省勘察设计奖等。2019-2021

³ 公司以专业性要求作为筛选标准，对于专业性要求较高的项目考虑联合社会资本运营，其他项目主要自行运营。

年，公司实现设计业务收入分别为 6.04 亿元、5.41 亿元和 4.56 亿元。

该公司房地产业务运营主体为中交二航局城市投资发展有限公司（简称“二航局城投”）。2019-2021 年，公司房地产开发业务分别实现收入 0.43 亿元、1.89 亿元和 0.79 亿元；分别实现毛利率 5.65%、19.92%和 66.93%。截至 2022 年 3 月末，公司所持项目预计总投资 82.64 亿元，已投入 67.63 亿元，尚待投入资金 13.95 亿元。累计合同销售金额 27.70 亿元，已回笼资金 26.21 亿元。总体看公司在手项目未来仍面临一定的去化压力和资金需求。

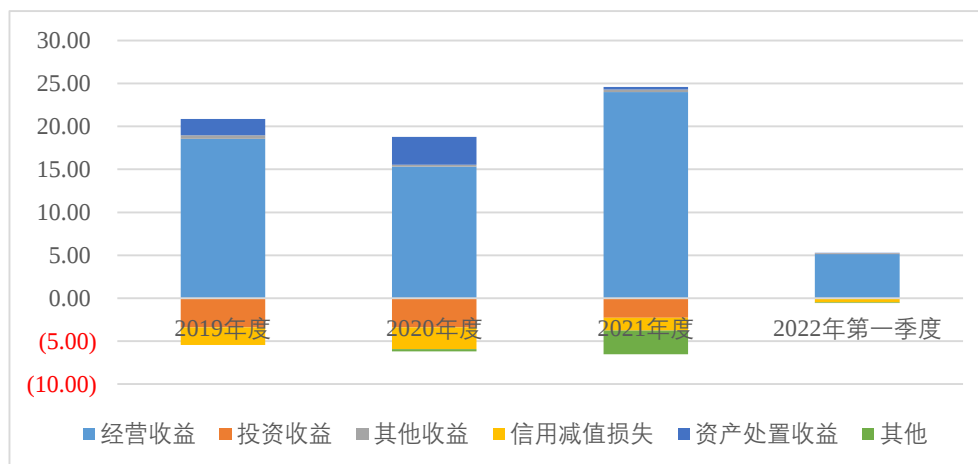
图表 16. 截至 2022 年 3 月末公司主要房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	项目性质	项目状态	总投资	截至 2021 年末累计已投资	截至 2022 年 3 月末累计已投资	开工时间	竣工时间	累计销售额	已回笼资金	2021 年回款额	2022 年预计回款额	2023 年预计回款额	未来三年计划投资额	项目资金来源	销售进度
中交康桥	重庆江津	住宅、商业	已完工	9.28	9.26	9.26	2012.06	2020.01	8.45	8.45	0.10	0.38	0.38	-	资本金、股东借款	住宅已售罄，剩余约 1.49 亿商业和车位在售
中交江锦湾	湖北武汉	商业、住宅	已完工	17.48	17.48	17.48	2012.11	2016.12	15.99	15.93	0.20	0.20	0.23	-	资本金、开发贷	住宅已售罄，剩余约 1.43 亿商业和车位在售
华中·中交城 A 区	湖北武汉	商业	已完工	15.90	15.90	15.90	2017.06	2021.07	1.09	0.55	0.60	1.70	0.79	-	资本金、股东借款	目前全部完成对外招商出租
东北·中交城	辽宁大连	公寓、办公、商业	在建	14.96	7.29	7.36	2018.11	2023.11	0.50	0.42	0.98	1.48	1.53	7.60	资本金、股东借款、PPN 发债、销售回款	2021 年年中开盘销售，截至目前可售部分销售率约 8%
华中·中交城 B 区	湖北武汉	商业	已完工	3.68	2.64	2.64	2018.06	2021.05	1.64	0.84	0.55	0.18	1.42	-	资本金、股东借款	目前剩余 84 套公寓待售，其他产品均完成对外招商出租
重庆·中交城	重庆九龙坡	住宅、商业、公寓、写字楼	在建	21.34	14.29	14.99	2020.12	2023.12	0.03	0.02	3.43	12.05	4.05	6.35	股东投资	2021 年年底启动销售
合计	-	-	-	82.64	66.86	67.63	-	-	27.70	26.21	5.86	15.99	8.40	13.95	-	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

(2) 盈利能力

图表 17. 公司主要盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据中交二航局所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，投资收益、资产处置收益和信用减值损失亦对盈利产生一定影响，其他因素对盈利影响较小。2019-2021 年公司营业毛利及综合毛利率均逐年上升，分别实现毛利 57.45 亿元、62.28 亿元和 76.73 亿元，分别实现毛利率 7.73%、8.17%和 8.83%。

图表 18. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计	743.49	762.25	868.99	209.29
毛利	57.45	62.28	76.73	14.38
期间费用率	5.08%	6.00%	5.92%	4.26%
全年利息支出总额	3.23	4.39	6.24	-
其中：资本化利息数额	0.12	0.21	0.58	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

从费用支出情况来看，2019-2021 年该公司期间费用分别为 37.77 亿元、45.75 亿元和 51.47 亿元，期间费用率分别为 5.08%、6.00%和 5.92%。从构成来看，近三年管理费用（含研发费用）占比较大，分别为 105.59%、100.01%和 104.20%，其中又以职工薪酬为主。同期公司财务费用分别为-2.48 亿元、-0.45 亿元和-2.81 亿元，由于公司收到业主利息款及货币资金存款利息，公司利息收入大于利息支出，财务费用为负值。近三年利息收入分别为 6.42 亿元、8.51 亿元和 10.09 亿元。总体而言，公司期间费用高企对利润形成一定侵蚀，但相比建筑行业内其他企业，公司期间费用控制水平尚可。

2019-2021 年该公司投资收益分别为-3.41 亿元、-3.41 亿元和-2.28 亿元，持续呈亏损状态，主要系公司近年来 PPP 项目等投资项目增多，且多数处于建设期，投资收益较少所致。2019-2021 年公司资产处置收益分别为 1.92 亿元、

3.25 亿元和 0.30 亿元，2021 年降幅较大主要系受到上年公司处置部分项目土地使用权及 BOT 特许权产生的高基数影响。公司信用减值损失主要系坏账损失，2019-2021 年分别为-2.04 亿元、-2.52 亿元和-1.49 亿元。同期，公司营业外收入分别为 0.20 亿元、0.22 亿元和 0.31 亿元，主要由诉讼赔款及利息收入、各类政府补助、非流动资产毁损报废利得等构成。2019-2021 年公司分别实现其他收益 0.41 亿元、0.23 亿元和 0.31 亿元，主要由科技部转制事业费、科技创新资金、财政所退税（全税种）、商务局省级外经贸专项资金（海外投保类）、商务局转付招商引资资金等构成。

图表 19. 公司权益法核算下主要长期股权投资损益情况（单位：万元）

公司名称	投资损益		
	2019 年	2020 年	2021 年
湖北中交嘉通高速公路发展有限公司	-2,869.50	-5,214.11	-906.12
上海长江旭普林建筑工程有限公司	-	-25.57	-135.75
武汉中交沌口长江大桥投资有限公司	-4,447.21	-3,704.13	-1498.44
中交二航局潜江环保有限公司	-524.99	-623.59	-1070.80
昆明中交熙盛房地产有限公司	-	-457.11	462.34
益阳中交二航建设发展有限公司	-149.93	-528.05	-461.26
汉江孤山水电开发有限责任公司	-	-407.43	-
湖北绿缘新型材料科技有限公司	-419.99	-369.04	61.15
恩施逸晴湾置业有限公司	-315.00	-596.45	-
中交天府成都实业有限公司	750.00	135.99	723.36
中交重庆投资发展有限公司	-	24.50	1,777.98
中交（杭州）基础设施投资有限公司	-96.00	-437.08	473.92
重庆二航商品砼有限公司	477.50	1,906.57	2,434.79
成都嘉诚混凝土工程有限公司	834.26	629.22	379.23
中交（茂名）水东湾投资建设有限公司	-	50.01	481.76
宁夏银百高速公路建设管理有限公司	-	-	-362.59
成都城投城建科技有限公司	574.68	247.37	495.90
长沙二航置业发展有限公司	-	-	457.89
呼和浩特市天虹公路建设有限责任公司	-	-	-774.59
中交温州高铁新城投资发展有限公司	22.00	17.25	1,191.20
武汉二航路桥特种工程有限责任公司	192.08	730.73	546.37
合计	-5,972.10	-8,620.92	4,276.34

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

从整体盈利情况看，2019-2021 年该公司营业利润为 15.44 亿元、12.60 亿元和 18.04 亿元，净利润为 12.51 亿元、10.34 亿元和 15.04 亿元，总体呈波动趋势。从资产获利能力看，总资产报酬率分别为 2.23%、1.70%和 2.04%，净资产收益率分别为 8.19%、5.33%和 6.31%，2021 年盈利能力有所增强。

2022 年第一季度，该公司实现收入 209.29 亿元，较上年同期增长 4.60%。当期公司实现净利润 3.88 亿元，较上年同期增长 4.64%。当期公司毛利率为 6.87%，较上年同期提升 0.35 个百分点。

(3) 运营规划/经营战略

该公司计划未来在保持传统业务稳定发展的基础上，大力拓展新兴业务，进一步丰富“大土木”的内涵和外延。围绕城镇化，转向关联朝阳产业，在城市综合体、海绵城市、城市管廊、房建、环保、机场等业务上重点跟踪；围绕国家海洋战略和海洋经济，进一步拓展海洋战略业务；灵活采用战略并购、投融资等多种方式，涉足水利水电业务。此外，公司将跟随“一带一路”国家战略和中国交建“全面建成具有国际竞争力的一流企业”的目标，推进“海外优先”战略落地。公司主要生产经营指标拟与中国交建总体增速保持同步。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是中国交建下属控股子公司，股权结构清晰。中国交建综合实力强，能在获取业务等方面给予公司较大支持。公司已建立较为完善的治理结构，且设置了符合自身业务特点的组织架构，并建立了相应的管理制度，业务开展总体顺利。

(1) 产权关系

该公司股权结构清晰，中国交建、农银投资和建信投资分别持有公司 86.64%、6.68% 和 6.68% 的股权。公司系中国交建控股子公司，中国交建的控股股东为国务院国资委下属的中交集团，截至 2022 年 3 月末，中交集团持有中国交建 57.99% 股份。公司产权状况详见附录一。

中国交建成立于 2006 年 10 月 8 日，并于 2006 年 12 月 15 日在香港联合交易所主板挂牌上市（股票代码：1800.HK），是国内首家在海外资本市场整体上市的大型国有基建企业。2012 年 3 月 9 日，中国交建在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：601800）。中国交建是全球领先的特大型基础设施综合服务商，主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造、房地产及城市综合开发等。截至 2021 年末，中国交建资产总额达 13,908.37 亿元，所有者权益为 3,913.54 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 2,603.48 亿元）。2021 年，中国交建实现营业收入 6,856.39 亿元，净利润 234.96 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 179.93 亿元）；同年，中国交建经营活动产生的现金流净流入 -153.95 亿元。中国交建市场地位高、综合实力强，可为业务承接等方面提供有力支持。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司在中国交建内部承接分包及总承包业务较多，关联交易多由业务往

来产生，采用参照市场价格协商定价的定价策略。2021 年，公司作为分包方向关联方提供劳务实现收入 105.25 亿元，向关联方销售商品实现收入 8.14 亿元。作为总包方接受关联方劳务发生额 45.54 亿元，向关联方采购商品发生额 15.96 亿元。

图表 20. 2021 年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元，%）

项目		金额
应收关联方	货币资金	4.18
	应收票据	0.05
	应收款项融资	1.49
	应收账款	39.94
	应收股利	0.36
	预付款项	4.92
	其他应收款	152.69
	合同资产	11.37
	长期应收款	20.33
	其他非流动资产	49.97
	合计	285.30
应付关联方	应付账款	25.98
	应付票据	5.14
	合同负债	11.95
	应付股利	0.79
	其他应付款	11.26
	长期应付款	11.09
	合计	66.21

资料来源：中交二航局 2021 年审计报告。

（3） 公司治理

该公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设董事会，董事会由 7 名董事组成，除 1 名职工董事外，由农银金融资产投资有限公司提名 1 名董事，其余董事均由中国交建提名，非职工董事均由股东会选举产生，职工董事由公司职工民主选举产生。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人，其中 2 名监事由中国交建提名并经股东会选举产生，1 名监事由公司职工代表担任，并由公司职工民主选举产生。公司设总经理 1 人，设副总经理若干人。总经理和副总经理由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责并报告工作。公司高级管理人员普遍在大型国有企业工作多年且部分高管具有建筑施工行业多年从业经验，具有较强的决策能力和较丰富的企业经营管理经验。

人事变动方面，2021 年 2 月该公司原监事会主席、监事陈德奎因工作调动不再担任。2021 年 6 月，潘中明任公司监事。2021 年 8 月，公司聘任赵军强为外部董事。2021 年 9 月，公司免去原董事吴维忠和周露的董事职务，聘任蒋万民为外部董事。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司本部设职能部门，下设子公司负责具体的业务运作。公司设有运营管理部、财务资金部、技术中心、市场开发部、轨道交通事业部、投资事业部和海外事业部等 22 个职能部门。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共有 62 家，公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司运营时间较长，已经建立起一套较完善的经营管理及风险控制制度，内容涉及生产经营及管理的各主要方面。

在建筑施工管理方面，该公司制定了《项目管理办法》对工程质量、进度、采购、安全及成本管理方面进行管理，构建了由项目部、分、子公司及公司总部构成的三级管理体系，公司生产管理部每年进行 4 次生产调度会，此外分、子公司生产管理部每月进行现场抽查。公司制定了《中交二航局分包商管理办法（修订版）》，并建立了合格分包商名录，分包项目通过招标在其中选择。对新引进的分包商，由各项目部连同生产管理部、安全环保部组成工作小组进行审查。生产管理部对分包商进行施工过程管理，每月对其工程进度、质量及安全等方面进行评价，并在完工后进行完工评价，财务资金部根据工程完成情况再向其支付当月工程款。项目完工后，公司留取 5-10% 的工程款作为质保金，以此保证工程质量。

在物资采购方面，该公司主要材料、关键结构用料及大型设备由公司负责统一采购，仅辅助材料由分包商或分、子公司自行采购。此外，公司制定了《中交二航局设备集中采购管理办法》及《二航局船机设备管理授权层级表》，对设备采购进行分级审批，但大型设备需经中国交建审批后再由公司统一采购。在施工安全方面，公司制定了安全生产检查制度，安全环保部定期进行现场巡视。在成本管理方面，公司实行全面预算管理，项目开始前，项目部以工程中标价为基础，进行成本分解，编制标后预算，交公司商务管理部核定。以公司商务管理部核定的目标成本为依据，进行成本控制。

在风险管理方面，根据中国交建的相关规定，该公司对项目投资、资产收购、出售、抵押及质押、对外担保、委托理财等有关事项的决策，建立了严格的审查和决策程序，并均需上报中国交建审批。

在子公司管理方面，该公司向子公司委派董事、监事和高级经营管理人员（总经理、财务负责人）。公司对子公司管理体制、经营方针、重大投融资决策、资产重组等重大事项进行审批，并对其经营情况进行定期和不定期审计。

(3) 投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司制定了《中交二航局资金管理办法》，实行“集中账户、调控资金”的管理模式，并设立资金管理中心。公司通过运用中国交建武汉结算中心（简称“结算中心”）管理软件系统，整合多家银行接口，搭建公司资金管理平台，对下属各分、子公司的资金集中调配使用，控制资金流向、流量。在资金支付环节，公司目前在会计部设立了“共享中心”，对项目部的资金支付执行统一管理，子公司、项目部所有资金支付均需经付款申请单位相关领导确认。在资金收取环节，所得收入必须进入基本账户或专用收款账户。在项目部将工程款收妥后 3-5 日内，结算中心将依据合法的授权委托银行划拨相关账户的资金至结算中心账户。下属各分、子公司按月向公司财务部报送有关资金使用状况及分析报告。下属各分、子公司对外单位的应收账款和工程结算的日常管理实行责任制，至少每月清理一次。项目经理为第一责任人，且对项目收款和工程结算负最终责任。

在项目投资方面，该公司制定了《项目投资评估与决策管理办法》，公司所有项目投资必须由公司投资事业部编制项目建议书，报公司分管领导批准立项，立项后编制投资可行性研究报告，报总经理办公会及董事会审议并上报中国交建审批，投资项目经中国交建审批通过后才能实施。

(4) 不良行为记录

根据该公司所提供的 2022 年 5 月 6 日《企业信用报告》，公司过往已结清信贷信息中有 6 笔关注类短期借款⁴；未结清信贷信息中无不良或关注记录。截至 2022 年 5 月 2 日，公司已发行债券还本付息正常。诉讼方面，根据公司年报披露，截至 2021 年末公司未决诉讼和仲裁共 6 起，涉及金额合计为 8,577 万元。

图表 21. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	合并口径
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022/5/6	无法提供	有
各类债券还本付息	万得资讯	2022/5/27	无	无
诉讼	公司年报	2022/5/27	无	有
安全	公开信息披露	2022/5/27	无	无

资料来源：根据中交二航局所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

⁴ 均为 2004-2010 年中国农业银行股份有限公司武汉汉江支行授信的进口押汇或流动资金贷款，截至到期日均已正常还款。

财务

该公司负债经营程度较高，以流动负债为主，其中应付账款及其他应付款占比较大，公司实际短期刚性债务偿债压力可控。2021 年公司经营现金净流量由负转正，投资性现金净流出大幅减少，筹资性现金净流量有所增加，公司现金流状况整体改善。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，预计债务规模或将继续扩张。

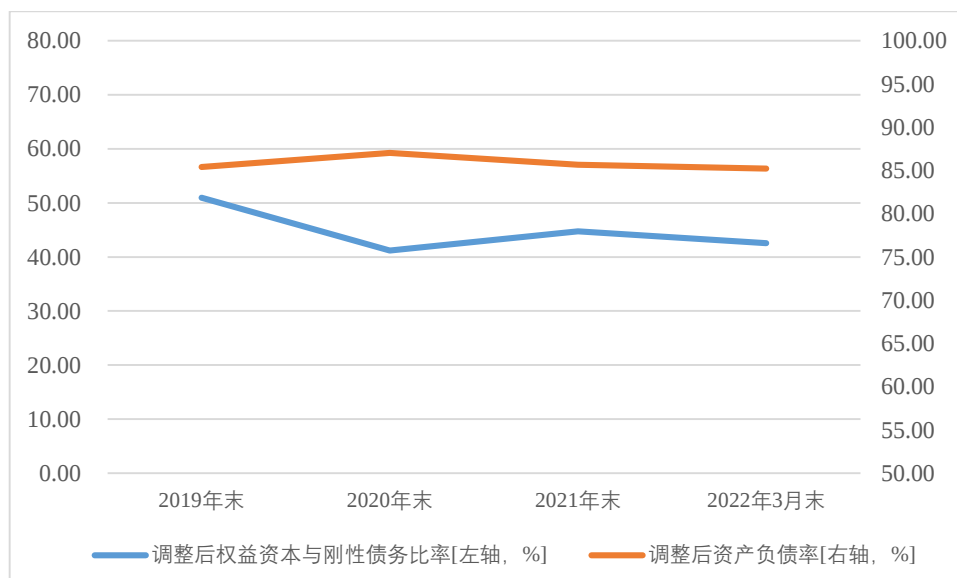
1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中交二航局所提供数据绘制。

该公司于 2019-2021 年先后发行了六笔永续中票、一笔永续期公司债及一笔永续债权投资，合计金额为 82.50 亿元，计入所有者权益中的“其他权益工具”科目。为真实反映公司实际资本及负债情况，将上述永续期债务由

“其他权益工具”科目调整至“长期负债”科目，并基于此项调整进行后续分析。

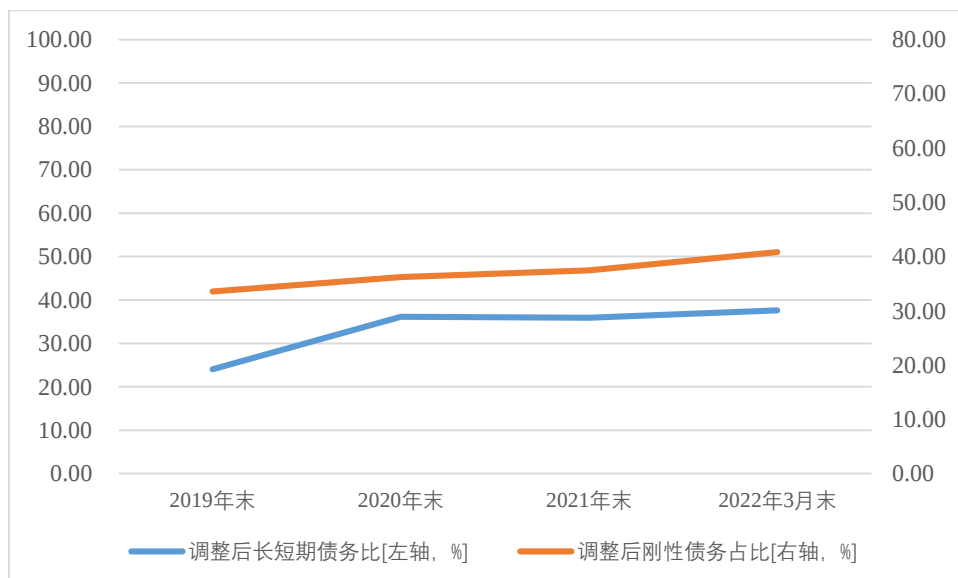
该公司所处工程建设行业结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增加，负债规模也逐年扩大。2019-2021 年末，公司负债总额分别为 756.98 亿元、841.33 亿元和 1,011.14 亿元，调整后负债总额分别为 796.84 亿元、916.17 亿元和 1,093.56 亿元。经调整后资产负债率维持在较高水平，同期末分别为 85.39%、87.02%和 85.65%。

近年来该公司资本实力总体呈上升趋势，其中 2021 年末公司其他权益工具较上年末增长 10.14%，主要系公司当年发行永续中票 25.00 亿元所致。同期末调整后的权益资本与刚性债务之比为 44.72%，覆盖程度依然较低。

近年来，该公司主业发展良好，现金分红规模较大，2019-2021 年度分红金额分别为 3.16 亿元、13.69 亿元和 6.98 亿元，2021 年显著减少主要系对股东中国交建的股利分配减少所致。截至 2021 年末，公司所有者权益余额为 265.58 亿元，其中未分配利润为 53.71 亿元，占公司权益资本总额的 20.22%，占调整后权益资本总额的 29.32%。公司未分配利润规模较大、占比较高，未来现金红利的分配或将对资本稳定性造成一定影响。

（2）债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
调整后刚性债务（亿元）	267.63	331.79	409.53	437.87
应付账款（亿元）	241.89	295.49	346.96	311.74
合同负债 ⁵ （亿元）	69.52	40.39	59.61	57.68
其他应付款（亿元）	115.39	145.88	170.92	168.58

⁵ 是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。

核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
长期应付款（亿元）	64.77	62.16	65.77	58.89
调整后刚性债务占比（%）	33.59	36.21	37.45	40.81
应付账款占比（%）	30.36	32.25	34.31	31.47
合同负债占比（%）	8.72	4.41	5.90	5.82
其他应付款占比（%）	14.48	15.92	16.90	17.02
长期应付款占比（%）	8.13	6.78	6.50	5.95

资料来源：根据中交二航局所提供数据绘制。

备注：表中占比均基于调整后负债总额计算得出。

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，2019-2021 年末公司经调整长短期债务比分别为 24.06%、36.16%和 35.88%，2021 年末流动负债和调整非流动负债余额分别为 804.82 亿元和 288.74 亿元。除刚性债务外，该公司负债主要集中于应付账款、合同负债、其他应付款及长期应付款。2021 年末，应付账款占负债总额 34.31%，主要为应付工程材料款及分包项目工程款。其他应付款主要包括各类保证金、应付内部往来款及代银行收保理款⁶等，当年末其他应付款余额 170.92 亿元，较上年末增长 17.16%，主要系随着公司业务规模扩大各类保证金相应增加所致。长期应付款主要为应付长期质保金等，当年末余额为 65.77 亿元，较上年增长 5.80%，主要系应付给各分包单位的工程质保金规模累积所致。2021 年末长期应付款中前五大余额合计为 9.06 亿元，占比 13.78%。合同负债主要包括预收工程款、已结算未完工项目及预收销货款等，2021 年末余额为 59.61 亿元，较上年末增加 47.61%，主要系预收工程款较多所致。

（3）刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	185.44	169.15	191.58	207.65
其中：短期借款	-	-	0.10	0.89
应付票据	172.50	151.47	187.56	203.73
一年内到期的长期借款	5.98	1.02	2.82	2.94
其他短期刚性债务	6.96	16.66	1.11	0.09
调整后中长期刚性债务合计	82.19	162.64	218.02	227.34
其中：长期借款	46.01	101.65	128.74	138.06
应付债券	-	-	5.39	5.39
其他中长期刚性债务	36.18	60.99	83.89	83.89
合计	267.63	331.79	409.53	437.87

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

⁶ 办理的保理为应收账款保理，为无追索权保理；代收保理款为公司作为代银行提前收到业主付款。

近年来，该公司刚性债务规模呈增长态势。刚性债务占调整后负债总额比例持续增高。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据和应付债券构成。2021 年末，银行借款为 131.65 亿元⁷，其中 4.89 亿元为信用借款（利率区间为 3.45%-5.39%），126.76 亿元为质押借款（利率区间为 2.75%-4.90%）。同期末，应付票据为 187.56 亿元，其中 114.42 亿元为银行承兑汇票，应付商业承兑汇票主要为应付供应商材料款和工程款等。2021 年公司应付票据较上年增长 23.83%，主要系主要系随着公司业务规模的增长，票据规模相应增加所致。2021 年公司先后发行 25 亿元永续中票，使得当年末其他中长期刚性债务余额大幅增长至 83.89 亿元。2021 年末短期刚性债务为 191.58 亿元，占刚性债务的 46.78%，公司或将面临一定即期债务偿付压力。

2022 年 3 月末，该公司负债总额为 990.59 亿元，经调整后负债总额为 1,073.02 亿元，调整后资产负债率为 85.21%，负债经营程度高。同期末净资产为 186.22 亿元，较上年末略有增加。刚性债务规模较上年末增长 6.92%，主要系公司扩大银行借款的同时，应付票据亦受业务规模的扩张而快速增长所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
总资产周转速度（次）	0.89	0.77	0.75	-
营业收入现金率（%）	81.93	82.36	82.55	92.89
业务现金收支净额（亿元）	-2.13	-26.06	-20.89	30.40
其他因素现金收支净额（亿元）	21.64	14.97	22.57	-20.76
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	19.51	-11.09	1.68	9.64
EBITDA（亿元）	28.95	26.19	30.19	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.09	0.08	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.97	5.69	5.34	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019-2021 年，该公司总资产周转速度呈下降趋势，营业收入现金率则持续增长。2020 年业务现金收支大幅净流出，主要系公司业务规模扩大使得支出相应增加，同时增加在新冠疫情中帮扶供应链小微企业复工复产支出所致。2021 年业务现金收支保持大幅净流出，但净流出量较上年有所减少。随着经

⁷ 包含计提的未到期借款利息 0.12 亿元。

营规模的扩大, 2021 年其他因素现金收支净流入量较上年增加 50.77%。受上述因素综合影响, 2021 年公司经营现金径流量由负转正。2021 年 EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好, 但随着公司刚性债务规模大幅增加, EBITDA 对刚性债务的覆盖程度不断下降。

2021 年第一季度, 该公司经营活动产生的现金流量净额为 9.64 亿元, 较上年同期大幅增加主要是受到上年低基数的影响。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-6.72	-18.79	-20.47	-2.92
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-18.48	-17.77	-19.38	-0.41
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-14.37	-49.45	-10.34	-13.27
投资环节产生的现金流量净额	-39.57	-86.00	-50.19	-16.60

资料来源: 根据中交二航局所提供数据整理。

2019-2021 年, 该公司投资性现金净流量分别为-39.57 亿元、-86.00 亿元和-50.19 亿元。同期, 公司回收投资与投资支付的现金差额净流出有所增加, 主要系对 PPP 项目的股权投资支出增加所致。购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出主要系购买各类固定资产、施工设备和临时设施净支出, 当年净流出规模有所增加。此外, 2021 年其他因素对投资环节现金流影响净额大幅增加, 主要是由于 2020 年公司对中交集团内其他企业委贷及经营性 PPP 项目投入规模较大所形成的低基数影响。

2022 年第一季度, 该公司投资活动产生的现金流量净额为-16.60 亿元, 较上年末大幅增长 563.36%。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	42.79	43.41	72.71	0.15
取得借款收到的现金	55.22	80.56	98.82	11.46
偿还债务支付的现金	56.37	30.43	59.49	1.39
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6.35	18.86	13.36	2.30
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-8.61	-7.59	-21.19	-0.47
筹资环节产生的现金流量净额	26.67	67.09	77.49	7.44

资料来源: 根据中交二航局所提供数据整理。

该公司外部融资渠道主要为银行借款、发行债券和吸收股东投资。2019-2021 年公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 26.67 亿元、67.09 亿元和

77.49 亿元。2020 年净流入额大幅增加一方面是由于当年公司新增大额质押借款，另一方面是由于当年发行永续中票和永续债权投资 40.00 亿元。2021 年净流入额继续增加，一方面是由于当年收到股东增资 5.73 亿元，另一方面是由于当年发行 25 亿元永续中票，且银行借款规模增加所致。

2022 年第一季度，该公司筹资活动现金净流入量为 7.44 亿元，较上年同期相比减少 69.59%，主要系公司扩大债务偿还、股利及利息支付力度，且上年同期发行了 10 亿元超短融所致。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	622.14	637.88	774.73	742.24
	66.67%	60.59%	60.68%	58.94%
其中：现金类资产（亿元）	164.37	142.24	77.01	74.84
应收账款（亿元）	109.84	100.35	114.88	121.30
存货（含合同资产）（亿元）	162.20	195.09	249.31	272.15
预付款项（亿元）	41.29	21.50	31.10	32.64
其他应收款（亿元）	53.27	61.85	238.05	174.02
一年内到期的非流动资产（亿元）	64.65	88.82	30.73	29.47
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	311.04	414.96	501.99	517.00
	33.33%	39.41%	39.32%	41.06%
其中：固定资产（亿元）	33.75	33.03	32.16	31.27
在建工程（亿元）	6.38	5.16	4.02	4.37
长期应收款（亿元）	145.79	222.32	64.09	66.65
无形资产（亿元）	12.05	22.89	30.05	33.11
长期股权投资（亿元）	37.91	51.10	56.99	58.49
其他非流动资产（亿元）	62.41	60.85	268.49	274.86
期末全部受限资产账面金额（亿元）	59.92	146.33	215.35	-
受限资产账面余额/总资产（%）	6.42	13.90	16.87	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

该公司资产总额不断增长，2019-2021 年末分别为 933.17 亿元、1,052.84 亿元和 1,276.72 亿元。公司资产以流动资产为主，2021 年末流动资产为 774.73 亿元，占资产总额的 60.68%。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货（含合同资产）、一年内到期的非流动资产、预付款项和其他应收款构成。其中，公司应收账款主要为应收客户工程款。2021 年应收账款余额较上年有所上升 14.48%。2021 年末，公司按账龄分析法计提坏账的应收账款中 76.59%账龄在一年以内。前五名应收账款余额 16.59 亿元，占比 13.58%，主要为应收控股股东及集团内其他关联方款项。公司开展保理业务，售出的应收账款不附追索权。2020 年出售应收账款 86.46 亿元，发生相应资产损失 2.63 亿元。公司存货（含合同资产）主要由工程施工（已完工未结算款）、自制半成品和在产品及原材料、

周转材料（包装物、低值易耗品等）和原材料构成，2021 年大幅增长主要系由于业务规模扩大，工程施工项目中已完工未结算款项增加大幅增加，且自制半成品及在产品较上年末增加 10.25 亿元所致。公司一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的 PPP 项目应收款，2021 年末余额为 30.73 亿元，较上年末大幅减少 65.40%，主要系当年公司将 PPP 项目投资款由长期应收款调整至其他非流动资产核算所致。公司预付款项主要为预付工程款和预付采购款等，2021 年末较上年末增加 44.65%，主要系当年航科物流集采预付账款较多所致。公司其他应收款主要为垫资性质的应收保证金及公司在中国交建结算中心⁸的存款等。2021 年末其他应收款较上年末大幅增长 284.86%，主要系当年随着经营规模扩大，公司存放在中国交建结算中心的存款较多所致。此外，公司现金类资产充裕，主要由货币资金和应收银行承兑汇票构成，2021 年末分别为 74.38 亿元和 2.62 亿元，受限货币资金仅为 0.36 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款、无形资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。其中，固定资产主要由机器设备、房屋建筑物、船舶和运输设备等构成。长期应收款主要为收款期在一年以上的工程款、PPP 项目长期应收款，2021 年末余额为 64.09 亿元，较上年末大幅减少 71.17%，主要系当年公司将 PPP 项目投资款由长期应收款调整至其他非流动资产核算所致。公司无形资产主要为土地使用权、特许权和专利权等，当年末无形资产较上年末增加 31.25%，主要系当年特许权增加较多所致。长期股权投资系对合营、联营企业的投资，其中以对湖北中交嘉通高速公路发展有限公司、宁夏银百高速公路建设管理有限公司等项目公司的投资居多，当年末余额为 56.99 亿元，同比增加 11.51%，主要系当年公司对呼和浩特市天虹公路建设有限责任公司、鄂州中交顺丰空港产业园投资发展有限公司、中交二航（大连）城市发展投资有限公司、中交重庆投资发展有限公司、中交城市投资（成都）有限公司等追加投资 11.13 亿元所致。其他非流动资产主要为 PPP 项目投资款、工程质量保证金及待抵扣进项税额等。2021 年末其他非流动资产较上年末大幅增加 341.22%，主要系当年公司将 PPP 项目投资款由长期应收款调整至其他非流动资产核算所致。

图表 29. 2021 年末公司受限资产状况（单位：亿元）

项目	年末余额	受限原因
货币资金	0.36	农民工工资保证金、履约保证金等
应收账款	1.89	长期借款质押
合同资产	0.25	长期借款质押
其他非流动资产	179.81	长期借款质押
存货	9.76	房地产公司开发贷质押
在建工程	0.91	房地产公司开发贷质押
无形资产	22.37	长期借款质押

⁸根据《企业会计准则解释第 15 号》，对于成员单位纳入集团资金集中管理的、通过资金结算中心归集至集团母公司账户的资金，成员单位应当在资产负债表“其他应收款”项目中列示。

项目	年末余额	受限原因
合计	215.35	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1,259.23 亿元。其中，应收账款较上年末有所增加，主要系随着公司业务规模扩大，结算确认的应收账款增加所致。其他应收款较上年末有所减少，主要系存放在中国交建结算中心的存款减少所致。总体而言资产结构较上年末相比变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	96.12%	92.74%	96.26%	95.19%
速动比率 ⁹	65.18%	62.61%	61.42%	56.10%
现金比率	25.29%	20.35%	9.57%	10.13%

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

近三年，该公司资产流动性偏弱。2021 年末流动比率为 96.26%，同时受制于存货（含合同资产）规模过大，速动比率仅为 61.42%。但由于流动负债中应付账款及其他应付款占比较大，且具有一定支付弹性，短期刚性偿付压力可控。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司未对合并范围外企业提供担保。诉讼方面，截至 2021 年末公司作为被告或共同被告的未决诉讼和仲裁共 6 起，涉及金额合计为 8,577 万元，目前案件均在审理流程中。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要负责管理和投融资职能，具体施工业务由各分子公司根据自己的专业进行承接。公司财务实行集中管理制度，所有子公司无独立融资权限，子公司获取银行授信仅限于办理以自身名义中标的项目保函授信且需提交母公司批准。2022 年 3 月末，母公司货币资金余额为 55.56 亿元，占合并口径货币资金比重 74.23%。公司债务亦集中于母公司，2022 年 3 月末公司合并口径调整后刚性债务为 437.87 亿元，其中母公司调整后刚性债务为 245.29 亿元，占比 56.02%。母公司也承担大部分施工业务，2022 年第一季度，实现营业收入 162.21 亿元，净利润 1.88 亿元，经营性现金净流入 13.25 亿元，投资活动现金净流出 12.92 元。

⁹ 2018 年该公司会计准则发生调整，存货大幅下降，为真实反映公司资产流动性情况，现将“合同资产”科目金额调至“存货”科目金额，重新计算速动比率。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司自成立以来不断承接大型施工项目，在高难度、高水平的工程施工方面经验丰富。公司承建过世界上最大跨径斜拉桥苏通长江大桥、世界上最长的跨海大桥杭州湾大桥、世界上最大跨径钢拱桥重庆朝天门大桥、世界最大桥隧组合工程上海长江隧桥等一批世界级桥梁，在水工建设方面，公司先后参与建设了黄骅港北防波堤、长江口深水航道整治二期等国家重点工程的建设。综合来看，公司在我国路桥建设方面具有丰富的施工经验和重要的市场地位，在国家重点项目建设中发挥着重要作用。此外，公司每年能获得一定的财政支持，2019-2021 年分别为 0.17 亿元、0.27 亿元和 0.31 亿元。

2. 集团/控股股东支持或干预

该公司股东中国交建是国务院国资委下属的中交集团的子公司，并先后于香港联合交易所和上海证券交易所上市。中交集团在 2021 年 ENR¹⁰全球最大 250 家国际承包商排名中名列第 4 位，连续五年位居前五名，连续 15 年位居中国上榜企业第一名。公司系中国交建核心子公司之一，收入规模在中国交建中排名靠前，在业务和资金上可获得中国交建的支持。资金方面，中国交建 2015 年对公司增资 8.08 亿元，2020 年中交财务公司给予公司 50.00 亿元授信额度。管控方面，中国交建要求公司所有投资项目必须交由中国交建审批；并要求公司资产负债率不得超过 85%，经营性现金流量净额持续为正。

3. 国有大型金融机构支持

该公司具有良好的资信状况和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得有力的资金支持。截至 2021 年末，公司共取得综合授信额度为 965.50 亿元，尚有未使用授信为 436.37 亿元。建信金融和农银金融对公司参股后，亦对公司在融资成本、票据贴现和保函业务等方面给予一定支持。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信	利率区间 ¹¹	附加条件/增信措施
全部（亿元）	965.50	529.13	436.37	-	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	90.00	-	90.00	-	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	475.50	374.58	100.92	-	无
其中：大型国有金融机构占比	58.57	70.79	43.75	-	-

¹⁰ ENR（Engineering News-Record）中文名称译作《工程新闻记录》，是全球工程建设领域最权威的学术杂志，隶属于美国麦格劳-希尔公司。

¹¹ 公司进行贷款审批时确定利率，因此未提供利率区间。

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信	利率区间 ¹¹	附加条件/增信措施
(%)					

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理（截至 2021 年末）。

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

本次债券附发行人可续期选择权和递延支付利息选择权。

发行人可续期选择权：本次债券以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，该公司有权选择将本次债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本次债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。若行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中披露：（1）本次债券的基本情况；（2）债券期限的延长时间；（3）后续存续期内债券的票面利率或利率计算方法。若放弃行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中明确将按照约定及相关规定完成各项工作。

递延支付利息选择权：本次债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，该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或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。公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。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复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

2. 其他偿付保障措施

（1）经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

该公司近三年营业收入保持增长。2019-2021 年，公司分别实现营业收入 743.49 亿元、762.25 亿元和 868.99 亿元，分别实现净利润 12.51 亿元、10.34 亿元和 15.04 亿元。公司主业经营能为本期债券的还本付息提供一定保障。

（2）财务弹性较大

该公司具有良好的资信状况和较强的信贷融资能力，能从各大商业银行获得有力的资金支持。截至 2021 年末，公司共取得综合授信额度为 965.50 亿元，尚有未使用授信为 436.37 亿元，后续仍有较大融资空间。

评级结论

该公司是中国交建下属控股子公司，股权结构清晰。中国交建综合实力强，能在获取业务等方面给予公司较大支持。公司已建立较为完善的治理结构，且设置了符合自身业务特点的组织架构，并建立了相应的管理制度，业务开展总体顺利。

该公司以基础设施建设为主业，建筑施工资质高，具备丰富的经验及技术优势，在手订单较为充足，未来业务较有保障。但由于公司近年来承接较多基建 PPP 项目，相关投资压力较大，后续资金需求大。此外，公司工程物资贸易业务、设计业务、疏浚业务及房地产业务等主要围绕基建主业展开，收入占比较小，对公司整体经营情况影响不大。2021 年以来，公司营业收入及毛利率均有所增长，整体盈利能力有所增强。

2021 年以来，该公司负债经营程度较高，以流动负债为主，其中应付账款及其他应付款占比较大，公司实际短期刚性债务偿债压力可控。2021 年公司经营性现金净流量由负转正，投资性现金净流出大幅减少，筹资性现金净流量有所增加，公司现金流状况整体改善。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，预计债务规模或将继续扩张。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

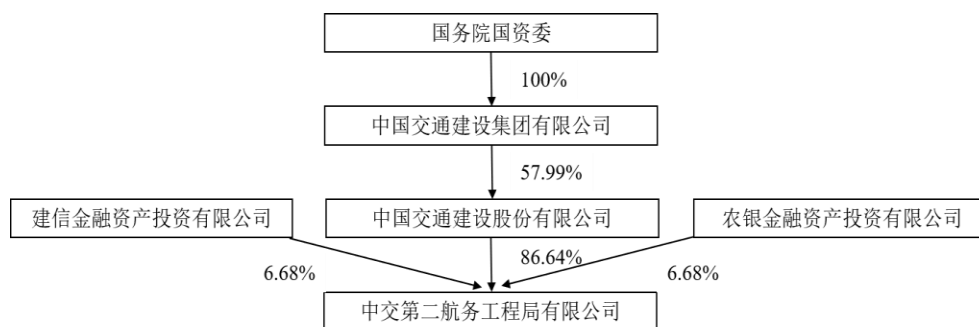
本评级机构将对本期债券存续期间特殊发行事项进行持续跟踪，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。本期债券特殊发行事项的具体条款见正文“债项信用分析”章节中“1.本期债券特定条款”。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

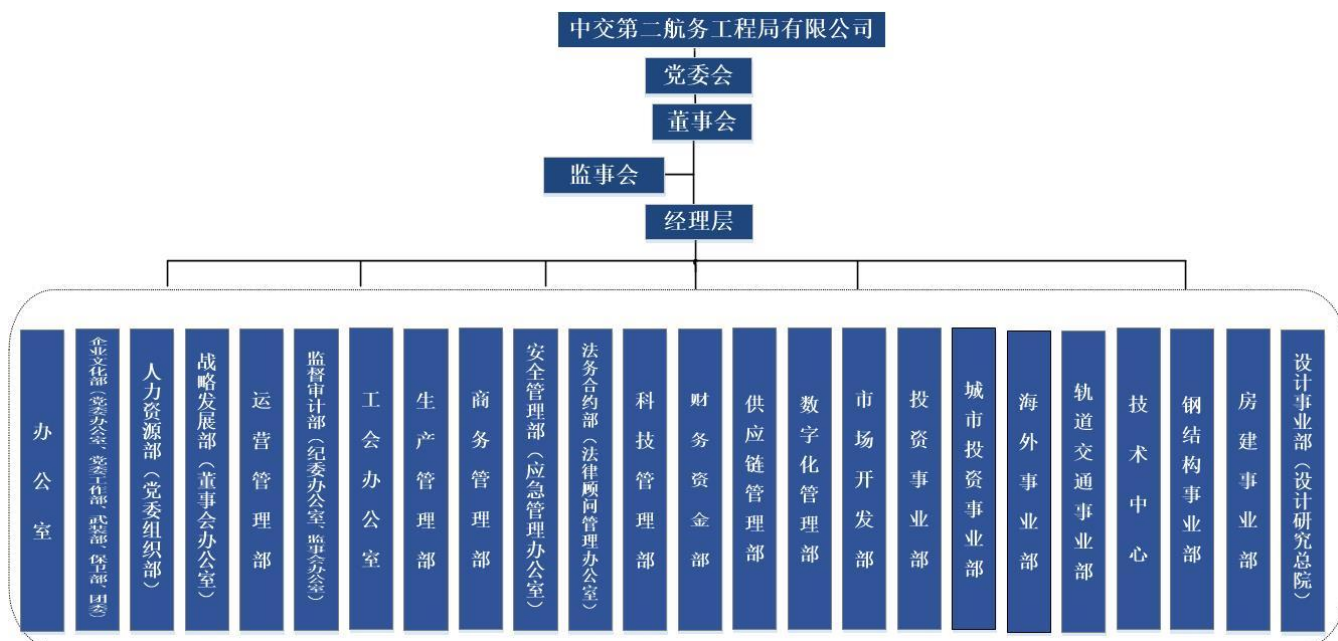
公司与实际控制人关系图



注：根据中交二航局提供的资料绘制（截至2022年3月末）。

附录二：

公司组织结构图



资料来源：中交二航局（截至2022年3月末）。

附录三：

截至 2021 年末公司主要控股 PPP 项目情况（单位：亿元，年）

序号	项目名称	采购方	投资总额	累计已投资额	合同额	建设期	运营期	回报机制	持股比例	注册资金	已到位资本金	未来三年投资计划			PPP 中心项目管理库	国家示范库	累计已回款（不包含施工回款）
												2022 年	2023 年	2024 年			
1	襄阳庞公桥项目	襄阳市住房和城乡建设局	12.00	10.41	11.98	3	12	政府付费	80%	3.00	3.00	-	-	-	是	是	1.91
2	孝感 107 国道改建项目	孝感市孝南区交通运输局	16.80	15.34	16.49	3	8	政府付费	80%	1.00	3.66	-	-	-	是	-	-
3	忠县项目	忠县交通委员会	27.26	20.81	26.14	3	10	使用者付费+可行性缺口补助	80%	1.00	5.19	-	-	-	是	-	-
4	江苏涟水项目	涟水县人民政府	22.10	9.23	22.10	1	5	政府付费	40%	2.70	2.70	-	-	-	是	-	3.31
5	株洲北环项目	株洲市住房和城乡建设局	6.56	6.88	6.56	3	15	政府付费	90%	1.62	1.62	-	-	-	是	-	-
6	襄阳东西轴线	襄阳市住房和城乡建设局	49.98	35.95	49.98	3	17	使用者付费+可行性缺口补助	74.5%	2.00	8.26	6.64	-	-	是	-	-
7	仙女山路	武汉市城乡建设委员会	15.19	12.82	15.19	2	13	政府付费	8.45%	3.04	3.04	-	-	-	是	-	-
8	白居寺长江大桥	重庆市投资建设集团有限公司	23.74	22.20	23.74	3.25	15	政府付费	95%	9.00	8.96	-	-	-	是	-	-
9	闽江对台码头项目	福州市琅岐经济区管理委员会	2.88	3.99	2.88	0.83	10	政府付费	10%	0.10	1.03	-	-	-	是	-	0.35
10	六安市 S366 合六南通道 PPP 项目	六安市交通运输局	30.59	23.69	30.59	2	12	使用者付费+可行性缺口补助	80%	9.20	6.40	2.72	-	-	是	-	-
11	沙颍河周口至省界航道升级改造工程 PPP 项目	周口市港航管理局	23.75	10.42	23.75	4	20	使用者付费+可行性缺口补助	66%	0.10	5.67	2.40	-	-	是	-	-

序号	项目名称	采购方	投资总额	累计已投资额	合同额	建设期	运营期	回报机制	持股比例	注册资金	已到位资本金	未来三年投资计划			PPP 中心项目管理库	国家示范库	累计已回款 (不含施工回款)
												2022 年	2023 年	2024 年			
12	武汉市南湖大道（珞狮南路-民族大道）工程 PPP 项目	武汉市城乡建设局	7.50	0.60	7.50	2	13	政府付费	95%	1.50	1.50	-	-	-	是	-	-
13	昆明市飞虎大道、春城路延长线及官渡主5路地下综合管廊建设工程	昆明市住房和城乡建设局	13.49	5.89	15.98	2	23	使用者付费+可行性缺口补助	84.15%	0.54	1.07	0.35	-	-	是	-	0.19
14	江苏省泰州市姜堰南绕城（盐靖高速至新229省道段）快速化改造工程 PPP 项目	泰州市交通运输局	27.56	10.05	26.16	3	17	使用者付费+可行性缺口补助	90%	5.28	5.28	8.70	-	-	是	-	-
15	牡丹江项目	牡丹江经济技术开发区管理委员会	9.29	3.44	6.57	2	8	政府付费	36%	0.10	0.66	1.80	-	-	是	-	-
16	湖南省株洲市建宁港金山污水处理厂及水环境综合治理 PPP 项目	株洲市水利局	6.21	4.60	5.50	1.5	28.5	使用者付费+可行性缺口补助	86%	1.60	1.60	-	-	-	是	-	0.17
17	武汉智慧城项目	武汉经济技术开发区智慧生态城管理办公室	25.00	20.08	24.99	3	8	政府付费	45%	1.00	2.30	1.80	1.85	-	是	是	4.35
18	黄陂区路网项目	武汉市黄陂区交通运输局	19.20	3.65	19.20	3	10	政府付费	49.5%	1.00	0.50	0.75	2.3	-	是	-	0.18
19	天门北湖公园 PPP 项目	天门市住房和城乡建设委员会	4.01	3.28	4.20	3	10	使用者付费+可行性缺口补助	90%	0.84	0.76	0.12	-	-	是	-	-
20	湖北省枣阳市沙河流域城市水环境综合治理 ppp 项目	枣阳市水利局	10.09	5.07	10.08	3	12	使用者付费+可行性缺口补助	89%	2.02	2.02	2.40	-	-	是	-	-

序号	项目名称	采购方	投资总额	累计已投资额	合同额	建设期	运营期	回报机制	持股比例	注册资金	已到位资本金	未来三年投资计划			PPP 中心项目管理库	国家示范库	累计已回款 (不含施工回款)
												2022 年	2023 年	2024 年			
21	连淮扬镇铁路宝应站综合客运枢纽建设 PPP 项目	宝应县交通局	13.43	12.01	14.06	1	15	使用者付费+可行性缺口补助	90%	2.00	2.00	-	-	-	是	-	0.26
22	重庆渝北区空港新城城市基础设施及公共服务 PPP 项目	重庆市渝北区住房和城乡建设委员会	55.28	4.49	55.28	4	18	使用者付费+可行性缺口补	90%	11.06	5.00	17.28	18.41	7.36	是	-	-
合计		-	421.91	244.90	418.30	-	-	-	-	59.70	72.36	44.96	22.56	7.36	-	-	10.72

注：上表主要为公司控股项目公司的 PPP 项目，不含发行人参股项目公司的 PPP 项目。

资料来源：中交二航局

附录四：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
中国交通建设股份有限公司	中国交建	公司之控股股东	——	建筑施工、工程设计、船舶建造、进出口、物流运输等	4722.82	3913.54	6856.39	234.96	-126.43
中交第二航务工程局有限公司	中交二航局	本级	——	路桥、铁路、港口等建筑施工	409.53	265.58	868.99	15.04	1.67

注：根据中交二航局 2021 年度审计报告附注及公开资料整理。

附录五：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	933.17	1,052.84	1,276.72	1,259.23
货币资金 [亿元]	161.76	132.86	74.38	74.84
调整后刚性债务[亿元]	267.63	331.79	409.53	437.87
调整后所有者权益 [亿元]	136.33	136.67	183.16	186.22
营业收入[亿元]	743.49	762.25	868.99	209.29
净利润 [亿元]	12.51	10.34	15.04	3.88
EBITDA[亿元]	28.95	26.19	30.19	—
经营性现金净流入量[亿元]	19.51	-11.09	1.68	9.64
投资性现金净流入量[亿元]	-39.57	-86.00	-50.19	-16.60
调整后资产负债率[%]	85.39	87.02	85.65	85.21
调整后权益资本与刚性债务比率[%]	50.94	41.19	44.72	42.53
流动比率[%]	96.12	92.74	96.26	95.19
现金比率[%]	25.29	20.35	9.57	9.60
利息保障倍数[倍]	5.77	3.68	4.19	—
营业周期[天]	65.01	71.83	65.26	—
毛利率[%]	7.73	8.17	8.83	6.87
营业利润率[%]	2.08	1.65	2.08	2.24
总资产报酬率[%]	2.23	1.70	2.04	—
净资产收益率[%]	8.19	5.33	6.31	—
净资产收益率*[%]	9.01	5.81	6.65	—
营业收入现金率[%]	81.93	82.36	82.55	92.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.38	-1.69	0.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.94	-12.15	-5.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.97	5.69	5.34	—
EBITDA/调整后刚性债务[倍]	0.13	0.09	0.08	—

注：表中数据依据中交二航局经审计的 2019~2021 年度财务数及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1—报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。