



中交路桥建设有限公司 2023 年面向 专业投资者公开发行科技创新可续期 公司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20223505D-02

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发行构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果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发行人进行跟踪评级，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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 3 月 21 日

发行人

中交路桥建设有限公司

本期债项评级结果

AAA

发行要素

本期债券发行总额为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。基础期限为 2 年，在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次，以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或全额兑付本期债券。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

评级观点

中诚信国际肯定了中交路桥建设有限公司（以下简称“中交路桥”或“公司”）在道路桥梁等施工领域具有很强的竞争优势，近年来新签合同额逐年增加且大项目占比比较高，项目储备可对后续业务持续发展提供较好保障以及股东实力雄厚且对公司支持力度大等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司业务多元化程度有待提升，债务规模增速较快以及投资亏损持续对利润造成侵蚀等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 公司在道路、桥梁等施工领域具有很强的竞争优势
- 新签合同额逐年增加，且大项目占比维持高位，项目储备充足
- 股东实力雄厚，对公司支持力度大

关注

- 业务多元化程度有待提升
- 债务规模快速增长
- 参股高速公路项目的投资收益持续亏损，对利润造成一定侵蚀

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

● 财务概况

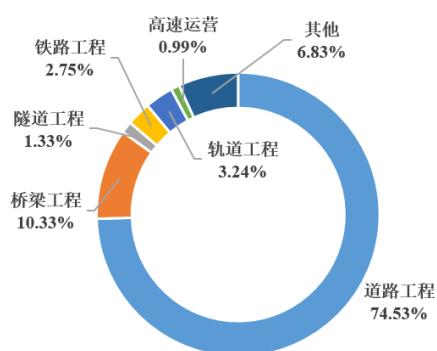
中交路桥（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	647.10	581.26	712.70	879.30
所有者权益合计（亿元）	150.58	138.57	182.50	201.29
总负债（亿元）	496.51	442.69	530.20	678.01
总债务（亿元）	259.80	200.07	264.95	365.41
营业总收入（亿元）	373.83	412.74	500.07	395.23
净利润（亿元）	11.72	16.46	18.12	14.95
EBIT（亿元）	23.12	31.00	26.72	--
EBITDA（亿元）	27.72	35.86	31.90	--
经营活动净现金流（亿元）	27.79	29.63	23.61	13.75
营业毛利率（%）	13.57	15.91	12.40	11.89
总资产收益率（%）	3.57	5.05	4.13	--
EBIT利润率（%）	6.19	7.51	5.34	--
资产负债率（%）	76.73	76.16	74.39	77.11
总资本化比率（%）	65.70	63.77	64.22	70.02
总债务/EBITDA(X)	9.37	5.58	8.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.32	2.77	3.02	--
FFO/总债务(X)	0.06	0.08	0.07	--

注：1、中诚信国际根据中交路桥提供的其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 年度审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

发行人概况

2012 年，公司由中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）出资设立，并根据中国交建吸收合并方案¹承继和承接拟注销的路桥集团国际建设股份有限公司（以下简称“路桥建设”，股票代码：600263.SH，已终止上市）的各项权利和义务。目前，公司以工程施工为主业，已形成以道路和桥梁工程业务为主，铁路、隧道和轨道工程等业务为辅的业务框架，2021 年实现营业收入 500.07 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及三季报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 9 月末，公司实收资本为 38.02 亿元²，控股股东中国交建持有公司 74.28% 股权，中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银资产”）和工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）分别持有 7.74% 股权，交银金融资产投资有限公司（以下简称“交银投资”）和中国人寿资产管理有限公司（以下简称“国寿资产”）分别持有 5.12% 股权，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”）。

表 1：截至 2022 年 9 月末公司主要子公司（%、亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年 9 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业收入	净利润
贵州中交玉石高速公路发展有限公司	玉石公司	100.00	121.99	28.54	0.76	-0.82
中交路桥北方工程有限公司	北方公司	100.00	47.78	5.40	11.74	0.28
中交路桥华南工程有限公司	华南公司	100.00	39.04	7.04	21.82	0.37
中交路桥华北工程有限公司	华北公司	100.00	40.09	5.00	9.12	0.20
中交路桥南方工程有限公司	南方公司	100.00	32.27	7.47	12.98	0.35
中交路桥华东工程有限公司	华东公司	100.00	28.69	5.42	11.45	0.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期公司债券发行总额为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。基础期限为 2 年，在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次，以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个

¹ 2012 年 1 月，中国交建与路桥建设分别收到了中国证监会出具的《关于核准中国交通建设股份有限公司换股吸收合并路桥集团国际建设股份有限公司的批复》（证监许可[2012]126 号），核准中国交建换股吸收合并路桥建设的方案。

² 2022 年 9 月 29 日，中国交建作出《关于同意中交路建开展债转股业务的批复》，同意公司以增资扩股还债模式开展债转股业务，以非公开协议方式引入建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信金投”）进行增资。本次增资完成后，公司的注册资本由 38.02 亿元增加至 39.74 亿元。截至报告出具日，公司已收到建信金投缴纳的新增注册资本 1.72 亿元，上述变更暂未完成工商登记。

重新定价周期末公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或全额兑付本次债券。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

含权发行条款：发行人续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权。

本期债券将计入公司权益规模，发行后或在一定程度上降低公司资产负债率。本次债券的偿付能力极强，但需关注劣后条款。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业³和土木工程建筑业产值占比分别约为 60% 和 30% 左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多加之疫情等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年 1~11 月在疫情反复、俄乌冲突以及全球滞涨风险上升等一系列因素扰动下，我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。**中诚信国际认为**，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，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仍存在较大结构性投资机会。**但需要关注的是**，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022 年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和商票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022 年建筑业总产值增速有所下降；考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计 2023 年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加。在下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9736?type=1>

³ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

中诚信国际认为，中交路桥在道路、桥梁等施工领域具有很强的市场地位，新签合同额持续增长，且业主结构好，大项目占比高，区域布局分散，但需关注非路桥基建领域业务的后续开拓以及不同区域新签合同额波动情况；在手资本运营项目较多且投资压力较大，需关注后续的投融资安排及项目运营回款情况。

公司在道路和桥梁等工程领域具有很强的市场地位，并依靠其在路桥施工业务上丰富的施工经验，业务范围逐步扩展至铁路、市政、轨道交通等领域，综合竞争实力逐步提升。

公司主营业务是以道路和桥梁工程为主的路桥基建业务，具有较高的准入门槛，公司作为国内路桥工程领域的重要建设力量之一，市场地位很高。自成立以来，公司先后承建、参建东海大桥、杭州湾跨海大桥、胶州湾跨海大桥、京沪高铁、莫桑比克马普托大桥、港珠澳大桥澳门口岸机电项目等一大批国内外有影响力的重大项目施工，积累了丰富的施工经验和优势技术。此外，公司亦积极开展以 BOT/PPP 模式为主的路桥投资业务，同时涉及铁路货运线、市政及轨道交通等领域，综合竞争实力逐步提升。

新签合同额逐年增加，且业主结构好，大项目占比高，充足的项目储备可为后续业务发展提供较好保障。

近年来公司市场承揽规模持续扩大，新签合同额对营业总收入的覆盖倍数均在 1.60 倍以上。2022 年 1~9 月，公司新签合同额同比增长 7.47%。截至 2022 年 9 月末，公司在手项目合同额为 1,407.30 亿元，充足的项目储备可为后续业务发展提供较好保障。

公司在手项目以道路、桥梁工程施工为主，业主主要为政府及政府平台、地方国企，业主结构较好，可为项目回款提供较好的保障。重大项目承揽情况来看，近三年单个体量在 5 亿元以上的项目占比均超过 70%，大项目占比很高，有利于公司整体成本控制及效益提升。

表 2：近年来公司重大项目承揽情况（亿元、X、个、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
新签合同额	610.93	700.41	882.71	752.00
营业收入	373.83	412.74	500.07	395.23
新签合同额/营业收入	1.63	1.70	1.77	1.90
5 亿元及以上合同数量	30	43	46	38
5 亿元及以上合同金额	509.19	505.65	845.28	590.61
5 亿元及以上合同占比	83.35	72.19	95.76	78.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：2021 年公司前五大业主新签情况（亿元、%）

客户名称	金额	占比
彭州市濛阳新城片区综合开发项目	139.52	15.81
河北承德承平高速公路管理处	114.53	12.97
广西壮族自治区交通运输厅	90.08	10.20
广西高速公路投资有限公司	42.02	4.76
昆明市官渡区住房和城乡建设局	41.89	4.75
合计	428.04	48.49

资料来源：公司提供

公司施工资质较为齐备，在公路施工领域具有很强的技术优势及奖项积累，但其他领域资质等级仍有待提升。

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，截至 2022 年 9 月末，公司拥有 4 项施工总承包资质和 9 项专业承包资质。整体来看，公路工程和桥梁隧道工程的资质数量相对较多，但其他领域的资质等级有待提升。

表 4：公司主要施工业务资质情况

资质类型	施工业务资质名称	
施工总承包资质	特级	公路工程
	一级	市政公用工程、铁路工程
	二级	建筑工程
专业承包资质	一级	桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公路路基工程、公路交通工程（公路安全设施）、公路交通工程（公路机电工程）
	二级	钢结构工程
	三级	环保工程
	不限等级	特种工程（结构补强）

资料来源：公司提供

截至 2021 年末，公司累计获得詹天佑奖 12 项，鲁班奖 14 项，国家优质工程奖 16 项（金奖 4 项），全国优秀工程勘察设计奖 1 项，ENR 年度全球工程奖 1 项，以及省部级优质工程奖 146 项。同期末，公司累计获得中国专利优秀奖 12 项，专利 1,602 项。此外，在桥梁建筑界最具技术含量和施工难度的跨海大桥、悬索桥、斜拉桥、大型钢管拱桥、大跨径刚构桥等领域，公司拥有较多具有自主知识产权的核心技术，具有很强的技术优势。

路桥基建业务占公司新签合同额的比重较高，但区域布局均衡，不存在对单一区域的过度依赖，需关注非路桥基建领域业务开拓及不同区域新签合同额波动情况。

道路和桥梁工程为公司核心业务，近年来路桥基建工程新签合同额占比在 60%以上且波动提升。此外，公司以投资带动的施工合同额占比保持在 30%左右，项目类型以高速公路项目为主。2021 年，桥梁工程板块因签约项目较多且合同额较大，新签合同额同比明显增长；但根据公司整体规划部署，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。2022 年 1~9 月，道路工程优质项目较多，签约金额大幅增长，同时公司控制投资类业务规模，以投资带动的施工合同额明显下降，以上因素使得道路工程新签占比大幅升至 80%。中诚信国际认为，较为单一的业务结构或将增加市场政策变化和承揽波动对公司的影响，需关注公司非路桥基建领域施工业务的拓展情况。

表 5：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.1~9	
	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比
路桥基建	403.43	66.04	451.75	64.50	625.35	70.84	693.01	92.16
其中：道路工程	340.93	55.81	441.37	63.02	467.31	52.94	604.11	80.33
桥梁工程	62.50	10.23	10.38	1.48	156.58	17.74	81.00	10.77
隧道工程	--	--	--	--	1.46	0.17	7.90	1.05
铁路基建	27.47	4.50	28.90	4.13	0.11	0.01	4.86	0.65
其中：铁路工程	27.47	4.50	28.90	4.13	0.11	0.01	4.86	0.65
小计	430.90	70.53	480.65	68.62	625.46	70.86	697.87	92.80
投资业务施工合同贡献	180.03	29.47	219.76	31.38	257.25	29.14	54.13	7.20
合计	610.93	100.00	700.41	100.00	882.71	100.00	752.00	100.00

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

区域方面，公司基本实现全国化的市场布局，其中华东、华南、西南和京津冀为最主要的业务区域，单一区域占比不超过 35%，整体布局均衡，不存在对单一区域的过度依赖。另外，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。整体来看，公司业务覆盖全国，并在境外不断加大市场渠道拓展，区域多元化程度高。**中诚信国际注意到**，国内施工业务市场竞争愈发激烈，不同区域市场开拓情况及新签合同额波动情况有待关注。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，同时国际政治经济环境不确定性加大、新冠疫情全球蔓延，或将导致国际工程业务面临的经营风险加大，需对海外业务经营情况及项目承揽的可持续性保持关注。

表 6：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.1~9	
	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比	新签合 同额	占比
京津冀	28.93	4.74	167.80	23.96	28.61	3.24	18.48	2.46
华东	152.86	25.02	69.18	9.88	103.69	11.75	239.04	31.79
华南	86.99	14.24	119.28	17.03	250.28	28.35	70.18	9.33
西南	185.72	30.40	116.70	16.66	281.27	31.86	263.06	34.98
东北	32.38	5.30	36.35	5.19	24.88	2.82	17.02	2.26
西北	28.63	4.69	29.80	4.25	23.29	2.64	23.34	3.10
华中	28.85	4.72	66.71	9.52	91.38	10.35	76.75	10.21
海西	25.88	4.24	49.08	7.01	38.48	4.36	14.9	1.98
海外	40.67	6.66	45.51	6.50	40.83	4.63	29.23	3.89
合计	610.93	100.00	700.41	100.00	882.71	100.00	752.00	100.00

注：海西地区指湖南、江西、福建三省；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司延伸产业链发展资本运营业务，带动施工情况较好，但需关注后续的投资压力及运营效益。

公司在手资本运营项目以 PPP 模式为主。截至 2022 年 9 月末，公司主要在手 PPP 项目共 16 个，除鲁南高速铁路项目⁴外，均已纳入财政部项目管理库。其中控股项目 8 个，项目总投资 415.63 亿元，累计已完成投资 279.57 亿元，除玉石项目⁵外均处于建设期；参股项目 8 个，计划资本金支出 38.77 亿元，累计已投资 31.18 亿元，预计带动施工合同额 157.66 亿元。PPP 项目回报机制以使用者付费加可行性缺口补助为主。随着 PPP 项目监管政策趋严，公司对 PPP 项目的承揽态度较为谨慎，且相关投资均需经过中国交建审批。**中诚信国际认为**，PPP 项目投资带动比很高，但后续存在较大的投资压力。同期末，公司主要在手参股 BOT 项目 6 个、控股项目 1 个，均已完成投资。2022 年 1~9 月，上述项目获得运营收入 20.12 亿元，但由于大部分高速公路仍处于培育期，车流量小，通行费收入无法覆盖借款利息等支出，当期实现利润总额-10.23 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。

中诚信国际认为，随着业务规模扩大，中交路桥盈利水平整体有所提升，但需对高速公路运营项目的投资亏损情况保持关注；经营获现能力很好，投资支出保持较大规模，资金缺口依赖外部融资作为补充，债务规模

⁴ 鲁南高速铁路日照至临沂段项目非 PPP 项目，公司内部参照参股 PPP 项目进行管理。

⁵ 根据 2022 年 12 月 26 日公司公告，经中国交建批复同意，公司与北京路桥六期投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“北京路桥六期基金”）签署了《股权转让协议》，公司将持有贵州中交玉石高速公路发展有限公司 65.00% 股权转让给北京路桥六期基金，转让价格 19.30 亿元。2022 年 12 月，上述事项已完成工商变更。截至本报告出具日，玉石项目不再为公司在手控股 PPP 项目。

增长推升了杠杆水平，偿债指标亦有所弱化。

随施工业务推进及资本运营项目的投入，2021 年公司资产、负债及债务规模均有所增长；经营业绩稳步增长，以经营性业务利润为主的利润结构较优，但需关注参股高速公路项目的运营和回款情况。

近年来公司资产规模整体呈波动增长态势，非流动资产占比较高，符合其资本运营项目较多的业务特点。随着 BOT 及 PPP 项目的持续投入，长期股权投资、长期应收款、无形资产和其他非流动资产均呈增长趋势。以应收工程款为主的应收账款及以已完工未结算款为主的合同资产亦快速增长，公司业主主要是政府及相关平台公司，坏账风险相对可控，但结算付款周期相对较长。为维持日常经营需要，公司保持一定规模的货币资金，2021 年末由于会计政策调整将集团结算中心集中统一管理的资金调入其他应收款导致银行存款减少；2022 年 9 月末，非受限货币资金为 77.17 亿元。2022 年 9 月末，随着项目推进及业务规模扩大，公司资产规模进一步增长，资产结构变化不大。

负债方面，由于工程施工企业对营运资本需求较高，负债水平较高是建筑施工行业的普遍特征。为缓解部分资金压力，公司与分包商签订的分包合同一般会随主合同进度，在付款周期、付款安排等条款方面与业主支付给公司的进度保持一致，加之部分施工项目有预付款，公司经营性负债规模较大。有息债务方面，公司投资类业务的发展使得总债务规模波动上升，其中 2020 年末债务下降主要是将贵隆高速项目转让出表所致。2022 年 9 月末，主要受承平项目、玉石项目等项目公司融资款增加影响，银行贷款规模进一步扩大，加之公司发行合计 38 亿元的超短期融资券，使得债务规模明显增加，长期债务占总债务的比例为 70.20%，能够与其基建业务资金需求周期相匹配。

近年来收入规模持续扩张，但毛利率水平受结算时点差异和变更费用等因素影响有所波动。2022 年 1~9 月，受疫情防控等因素影响，公司营业总收入同比增长 1.90%，增速趋缓；原材料及物流价格上涨使得营业毛利率同比下降 0.72 个百分点。同时，随着业务规模扩大以及业主资金压力加大，计提应收账款等坏账损失有所增加。此外，公司部分参股的高速公路项目仍处于运营期亏损状态，对利润造成一定侵蚀，需对相关项目的运营情况保持关注。整体来看，2022 年 1~9 月，公司利润总额同比增长 27.21%。

公司项目质量好，业主结构较优，经营获现能力很强。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。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，2021 年公司投资活动净流出规模增长。筹资活动方面，为满足营运需要，近年来公司对外融资规模较大，筹资活动净现金流保持净流入态势。整体来看，很强的经营获现能力以及融资能力可为公司经营和投资支出提供较好的支撑。2022 年 1~9 月，公司经营获现情况较上年同期明显好转；投资现金净流出规模有所收窄；筹资活动现金净流入规模同比小幅下降。

表 7：近年来公司财务相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
--	------	------	------	----------

营业总收入	373.83	412.74	500.07	395.23
营业毛利率	13.57	15.91	12.40	11.89
投资收益	-2.15	-5.12	-6.07	-3.05
净利润	11.72	16.46	18.12	14.95
EBIT 利润率	6.19	7.51	5.34	--
资产总额	647.10	581.26	712.70	879.30
负债总额	496.51	442.69	530.20	678.01
资产负债率	76.73	76.16	74.39	77.11
总资本化比率	65.70	63.77	64.22	70.02
经营活动净现金流	27.79	29.63	23.61	13.75
投资活动净现金流	-92.16	-83.72	-104.91	-48.72
筹资活动净现金流	88.61	52.18	61.31	80.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

以长期债务为主的债务期限结构可与公司业务类型形成较好匹配，短期偿债压力小，整体偿债能力很强，但需关注债务上升压力。

从偿债指标情况来看，2021 年以来公司债务规模增速较快，公司总债务/EBITDA 有所弱化，但 EBITDA 对利息的覆盖能力仍保持在较好水平。债务期限结构仍以长期为主，当期末公司货币资金减少且短期债务增长较快，非受限货币资金对短期债务的保障有所下降，短期偿债指标有所弱化。近年来 FFO 对总债务的覆盖倍数处于较平稳水平。整体来看，2021 年公司整体偿债指标有所弱化。

表 8：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~9
总债务	259.80	200.07	264.95	365.41
短期债务占比	29.22	29.18	26.55	29.80
非受限货币资金/短期债务	0.80	0.89	0.46	0.71
总债务/EBITDA	9.37	5.58	8.30	--
EBITDA 利息保障倍数	2.32	2.77	3.02	--
FFO/总债务	0.06	0.08	0.07	--
EBIT 利息保障倍数	1.93	2.40	2.53	--

注：因缺少 2022 年三季报现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 656.22 亿元，其中尚未使用额度为 368.81 亿元；同期末货币资金为 77.60 亿元，且受限比例很小。同期末，公司受限资产合计为 190.42 亿元，占当期末总资产的 21.66%。其中受限货币资金 0.43 亿元，主要为农民工工资及复垦保证金等；受限无形资产 106.12 亿元、使用权资产 0.56 亿元、其他非流动资产 83.31 亿元，主要是用于特许经营权质押、应收账款保理和融资租赁。

本次债券存在发行人赎回选择权、递延支付利息选择权、续期选择权、偿还顺序劣后于公司普通债务条款，基于上述对受评主体偿债能力的分析，假设在本次债券所设特殊条款极端不利情况下，本次债券可能面临公司无限次递延利息支付、不行使赎回权及被动破产清算时次级债无法足额清偿的风险。

其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司对外担保余额为 27.64 亿元，均为对参股 PPP 和 BOT 项目公司按出资

比例提供的融资担保，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。同期末，公司涉及重大未决诉讼和未决仲裁金额合计 1.65 亿元，主要系与建设工程合同相关的纠纷。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2023 年 2 月 27 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。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。

假设与预测⁶

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

外部支持

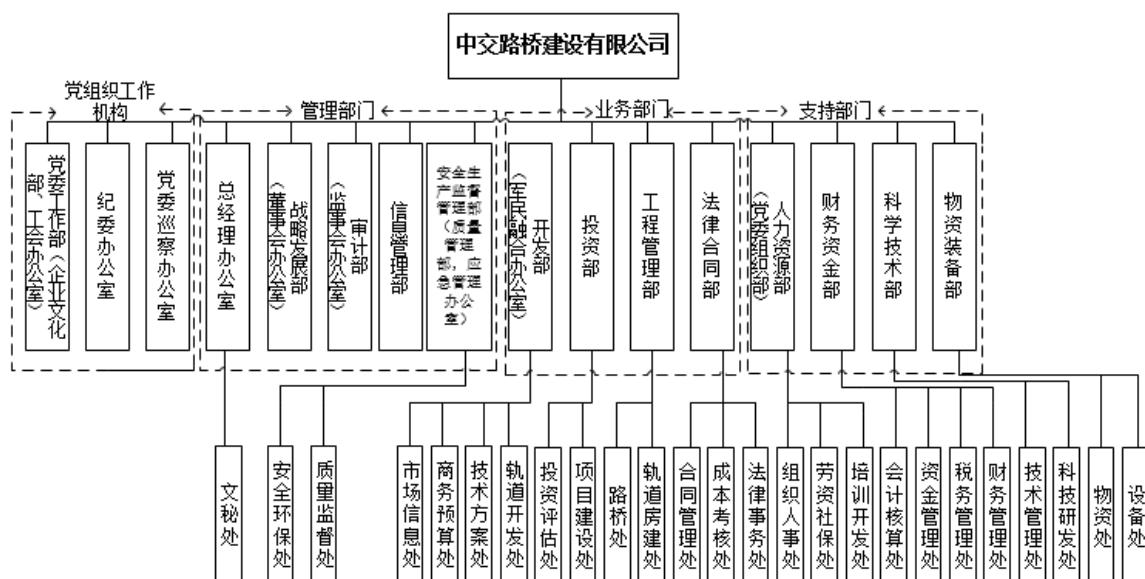
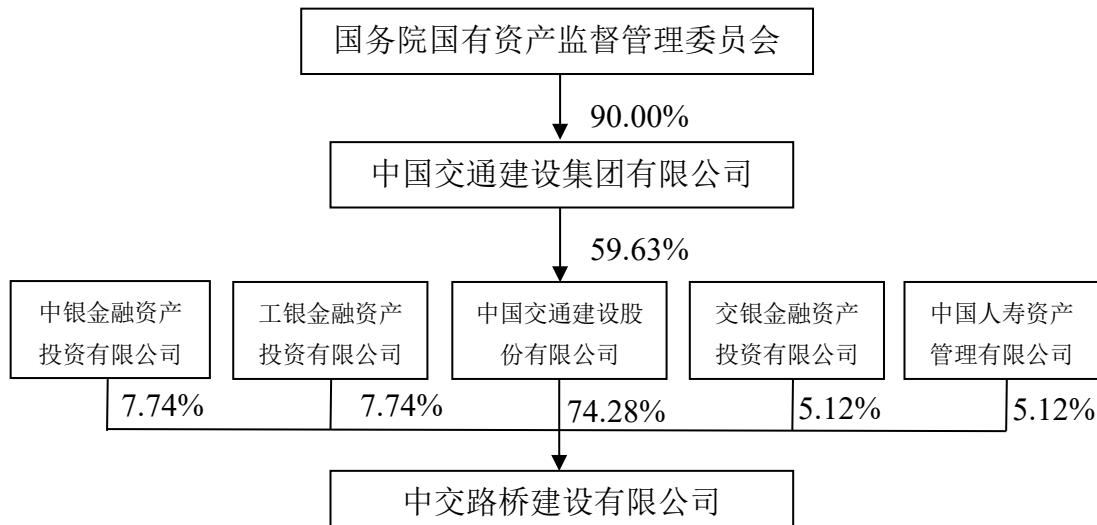
发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“中交路桥建设有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

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 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：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	2022.9
货币资金	606,856.36	523,097.57	326,935.58	776,004.33
应收账款	389,483.91	397,884.31	470,104.81	492,326.24
其他应收款	310,751.66	455,281.65	564,870.95	483,799.43
存货	144,065.73	186,342.65	168,131.96	162,023.98
长期投资	1,165,905.38	1,312,079.70	1,395,284.79	1,458,472.35
固定资产	56,431.38	64,276.05	74,103.71	61,721.49
在建工程	3,029.58	25.29	0.00	0.00
无形资产	2,473,335.83	1,048,827.78	1,574,047.57	1,747,126.51
资产总计	6,470,960.76	5,812,624.53	7,126,999.92	8,792,991.24
其他应付款	293,398.80	393,115.88	437,818.38	421,312.17
短期债务	759,197.52	583,820.93	703,560.75	1,088,768.41
长期债务	1,838,852.10	1,416,918.94	1,945,917.72	2,565,371.59
总债务	2,598,049.62	2,000,739.87	2,649,478.47	3,654,140.00
净债务	1,993,736.20	1,480,077.00	2,328,991.40	2,882,459.47
负债合计	4,965,148.48	4,426,888.75	5,302,025.10	6,780,075.99
所有者权益合计	1,505,812.28	1,385,735.77	1,824,974.83	2,012,915.25
利息支出	119,691.00	129,414.73	105,725.60	--
营业总收入	3,738,307.73	4,127,409.59	5,000,656.66	3,952,259.80
经营性业务利润	188,514.34	258,943.16	268,508.84	224,138.48
投资收益	-21,502.05	-51,154.05	-60,709.47	-30,521.83
净利润	117,185.68	164,598.27	181,155.60	149,506.39
EBIT	231,242.13	310,036.20	267,206.00	--
EBITDA	277,152.81	358,551.25	319,036.19	--
经营活动产生的现金流量净额	277,883.80	296,270.73	236,112.97	137,494.46
投资活动产生的现金流量净额	-921,640.00	-837,198.22	-1,049,133.40	-487,170.40
筹资活动产生的现金流量净额	886,073.92	521,828.05	613,096.26	800,723.37
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率 (%)	13.57	15.91	12.40	11.89
期间费用率 (%)	8.36	9.46	6.86	6.00
EBIT 利润率 (%)	6.19	7.51	5.34	--
总资产收益率 (%)	3.57	5.05	4.13	--
流动比率 (X)	0.67	0.77	0.70	0.73
速动比率 (X)	0.63	0.71	0.65	0.70
存货周转率 (X)	22.43	21.01	24.72	28.13*
应收账款周转率 (X)	9.60	10.48	11.52	10.95*
资产负债率 (%)	76.73	76.16	74.39	77.11
总资本化比率 (%)	65.70	63.77	64.22	70.02
短期债务/总债务 (%)	29.22	29.18	26.55	29.80
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.06	0.05	0.03	0.05*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.20	0.17	0.12	0.17*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数 (X)	2.32	2.29	2.23	--
总债务/EBITDA (X)	9.37	5.58	8.30	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.37	0.61	0.45	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.32	2.77	3.02	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.93	2.40	2.53	--
FFO/总债务 (X)	0.06	0.08	0.07	--

注：1、2022 年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息部分调整至短期债务，将其他非流动负债中的有息部分、其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理；4、因缺少 2022 年三季报现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 长期债务 总债务 经调整的所有者权益 资产负债率 总资本化比率
	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	长期债务+短期债务
	所有者权益合计-混合型证券调整
	负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率 非受限货币资金 利息支出 长期投资 应收账款周转率 存货周转率
	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	货币资金-受限货币资金
	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	营业收入/ (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
盈利能力	现金周转天数 营业毛利率 期间费用合计 期间费用率 经营性业务利润 EBIT (息税前盈余) EBITDA (息税折旧摊销前盈余)
	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/ (营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	(营业收入-营业成本)/营业收入
	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用合计/营业收入
	营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
现金流	EBIT 利润率 总资产收益率 EBIT 利润率 收现比 经调整的经营活动产生的现金流量净额
	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBIT/总资产平均余额
	EBIT/营业收入
	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO EBIT 利息保障倍数 EBITDA 利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数
	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT/利息支出
	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn