

中交第三航务工程局有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100622】

评级对象: 中交第三航务工程局有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间	
18 中交三航 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2017年11月16日			
18 中交三航 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2018年10月10日			
20 中交三航 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	—	AAA/稳定/AAA/2020年11月6日			
20 中交 Y1	AAA/稳定/AAA/2021年6月25日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2019年12月12日			

主要财务数据及指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021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	26.03	23.52	37.46	22.74
刚性债务	120.92	134.97	132.84	162.86
所有者权益	83.04	99.20	122.05	123.07
经营性现金净流入量	11.83	11.11	30.64	-26.94
合并口径数据及指标:				
总资产	523.75	611.86	712.13	756.21
总负债	426.27	495.16	576.12	618.00
刚性债务	165.06	181.18	218.73	224.55
所有者权益	97.49	116.69	136.01	138.21
营业收入	321.31	368.04	418.65	107.94
净利润	2.79	3.91	2.70	1.31
经营性现金净流入量	3.00	3.69	11.13	-31.32
EBITDA	13.94	18.52	18.82	—
资产负债率[%]	81.39	80.93	80.90	81.72
权益资本与刚性债务比率[%]	59.06	64.41	62.18	61.55
流动比率[%]	98.67	89.15	82.02	80.76
现金比率[%]	10.59	8.23	10.99	7.44
利息保障倍数[倍]	1.51	1.57	1.32	—
净资产收益率[%]	2.98	3.65	2.14	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.82	0.93	2.42	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.25	-3.77	-3.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.53	2.35	1.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.09	—

注:中交三航局经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 syy@shxsj.com
高珊 gs@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中交第三航务工程局有限公司(简称“中交三航局”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的18中交三航MTN001、18中交三航MTN002、20中交三航MTN001及20中交Y1的跟踪评级反映了2020年以来中交三航局在股东支持、技术实力、在手订单、融资渠道和融资成本等方面所保持的优势,同时也反映了公司在资金回笼、成本控制、海外业务和安全质量等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **市场前景可期。**《交通强国建设纲要》中提出我国2035年建成交通强国,该目标对交通基础设施要求高,未来交通基础设施建设需求可观,作为港口、路桥等交通基础设施声誉度较高的施工企业,中交三航局市场前景可期。
- **技术优势明显。**中交三航局拥有的施工资质等级高,参与重大工程项目多,施工经验丰富,在港口、公路及市政工程等领域具有明显的技术优势。
- **融资具有优势。**中交三航局具有较好的资信状况和信贷融资能力,能从各大商业银行获得较大规模授信支持,同时,公司还具有一定的融资成本优势。
- **股东支持。**中交三航局的控股股东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,中交三航局能够获得中国交建提供的业务、资金等各方面支持。

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,中交三航局所处的基建市场竞争较

为激烈，公司盈利承压。

- **疫情负面影响。**2020年，受新冠肺炎疫情影响，建筑施工行业开复工时间推迟，随着海外疫情蔓延，我国建筑施工企业海外工程也受到冲击，进而影响其全年业绩。疫情对中交三航局的负面影响亦难以完全消除。此外，公司海外业务持续面临汇率损失、地缘政治等风险。
- **成本控制风险。**中交三航局业绩易受钢筋、水泥、砂石等建筑原材料价格波动的影响，也面临人工成本上升的压力。近年公司盈利能力整体呈弱化趋势。
- **资金回笼风险。**中交三航局大量资金沉淀于存货、应收账款及PPP项目的资本金，资金回笼压力大。

➤ 未来展望

通过对中交三航局及其发行的上述公开发行债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公开发行债券还本付息安全性极强，并维持上述公开发行债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中交第三航务工程局有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中交第三航务工程局有限公司 2018 年度第一期中期票据、2018 年度第二期中期票据、2020 年度第一期中期票据和公开发行 2020 年永续期公司债券（第一期）（分别简称 18 中交三航 MTN001、18 中交三航 MTN002、20 中交三航 MTN001 和 20 中交 Y1）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中交三航局提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中交三航局的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2021 年 5 月末，该公司在存续期内的债券共 6 只，其中 1 只为资产支持证券，存续债券余额 84.14 亿元，详情请见图表 1。

图表 1. 公司仍在存续期内的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
18 中交三航 MTN001	20	3	4.97	2018 年 7 月	未到期,付息正常
18 中交三航 MTN002	10	3+N	5.08	2018 年 12 月	未到期,付息正常
20 中交 Y1	20	3+N	3.35	2020 年 4 月	未到期,付息正常
20 中交三航 MTN001	15	2+N	5.00	2020 年 12 月	未到期,付息正常
21 中交三航 SCP001	10	0.25	2.50	2021 年 4 月	未到期,付息正常
三航 1 优	9.14	2.65	-	2021 年 4 月	未到期,付息正常
合计	84.14	-	-	-	-

资料来源：中交三航局

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经

济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

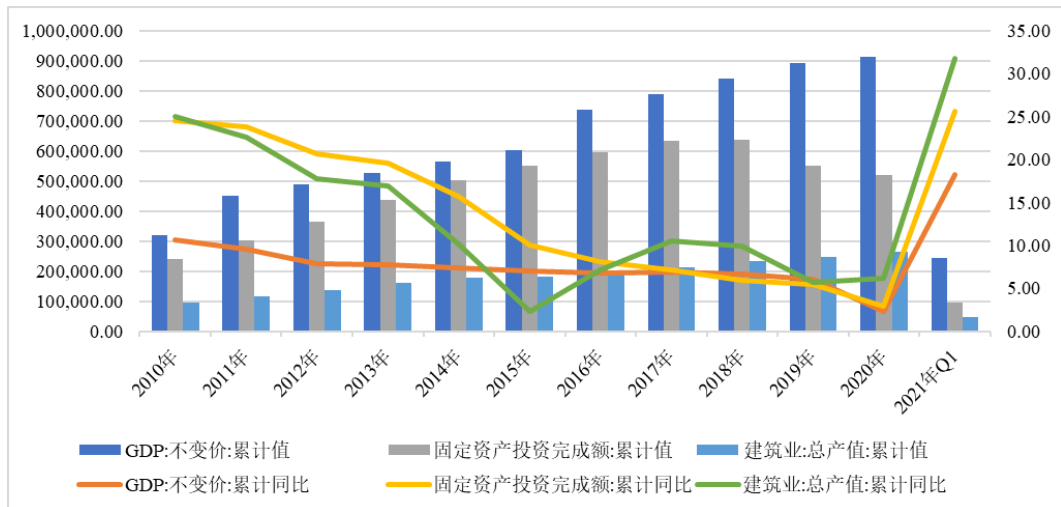
(2) 行业因素

我国建筑施工行业景气度与宏观经济变化密切相关。在地方政府债务严监管、房地产市场长效调控机制和去杠杆等政策背景下，近年来我国固定资产投资增速放缓，建筑施工工业总产值维持增长，但行业景气度持续承压。2020 年初国内新冠肺炎疫情爆发，建筑行业短期内受复工推迟、防疫成本上升等负面影响。未来伴随宏观逆周期调节和基建稳增长等一系列政策发力，基建投资将有所回暖，建筑施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。

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。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工工业总产值增速亦不断承压。2020 年，受新冠肺炎疫情冲击影响，全国实现国内生产总值 91.12 万亿元，累计完成固定资产投资 51.89 万亿元，分别同比增长 2.3% 和 2.9%，增速分别较上年回落 3.8 个百分点和 2.5 个百分点。同年，建筑施工工业完成总产值 26.39 万亿元，同比增长 6.2%，增速较上年回升 0.52 个百分点，但仍处于历年低位水平。2021 年一季度，基于供需加速回暖及上年低基数效应，我国 GDP 同比增长 18.30% 至 24.52 万亿元，建筑业总产值亦同比增长 31.79% 至 4.73 万亿元。尽管受益于我国疫情防控得当，宏观经济迎来一波强势反弹，但整体来看建筑行业发展压力不减，未来仍将长期维持低速增长态势。

图表 2. 2010 年以来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：Wind（单位：亿元）

2018 年以来，国内外经济形势严峻、复杂，在地方政府债务去杠杆、房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度亦承压。2020 年，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一。同年，建筑行业新签合同额 32.52 万亿元，同比增长 12.43%，增速较上年提高 6.43 个百分点。伴随基建托底的一系列政策及规划加快落地，基建项目投资回暖，基础设施建筑施工企业短期内仍有一定发展空间。而新冠疫情全球蔓延，对建筑施工企业海外工程造成的不利影响将在一段时间内延续。

图表 3. 建筑施工行业概况

指标	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
新签合同额	万亿元	21.28	25.46	27.29	28.92	32.52	6.21
新签合同额累计同比	%	15.38	19.70	7.14	6.00	12.43	31.90

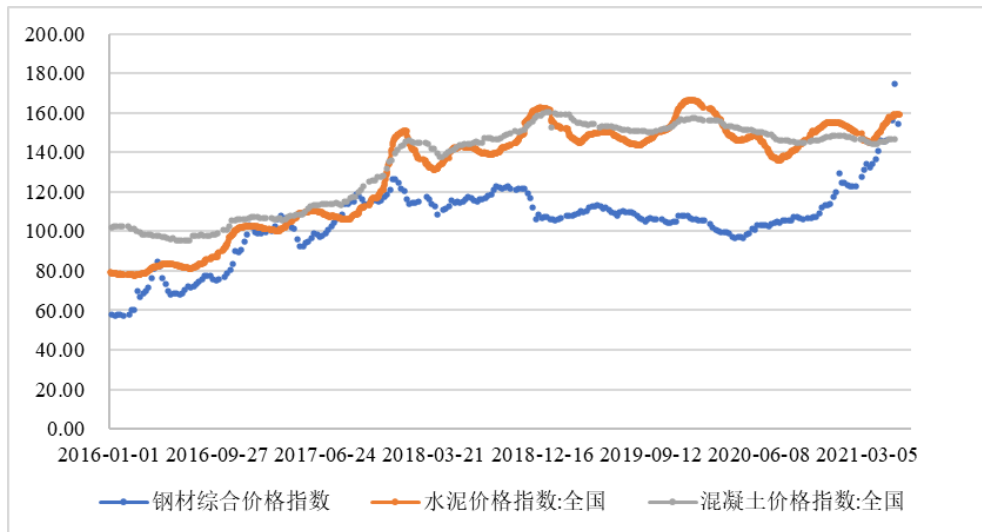
数据来源：国家统计局、Wind

作为资金与劳动力密集型行业，我国建筑施工业在产业链体系内长期处于弱势地位，各种保证金、垫资施工、工程结算周期过长及业主支付能力易受信贷政策变动影响等因素导致建筑施工企业面临较大的营运资金压力和回款风险。自 2006 年以来，我国建筑施工业资产负债率总体维持在 65% 以上的水平，全行业财务负担较重，盈利能力持续偏弱。

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，其中以水泥、钢材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，2016 年以来我国水泥、钢材、混凝土等主要建材价格指数上涨明显；同时劳动力价格连年攀升，2020 年建筑行业农民工月均收入为 4,699 元。2020 年 10 月至今，受全球流动性宽松、疫情防控取得成效国家需求回暖而产能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，下游建筑施工企业成本控制压力进一步加大。

图表 4. 2016 年以来主要建筑材料价格走势



资料来源：Wind

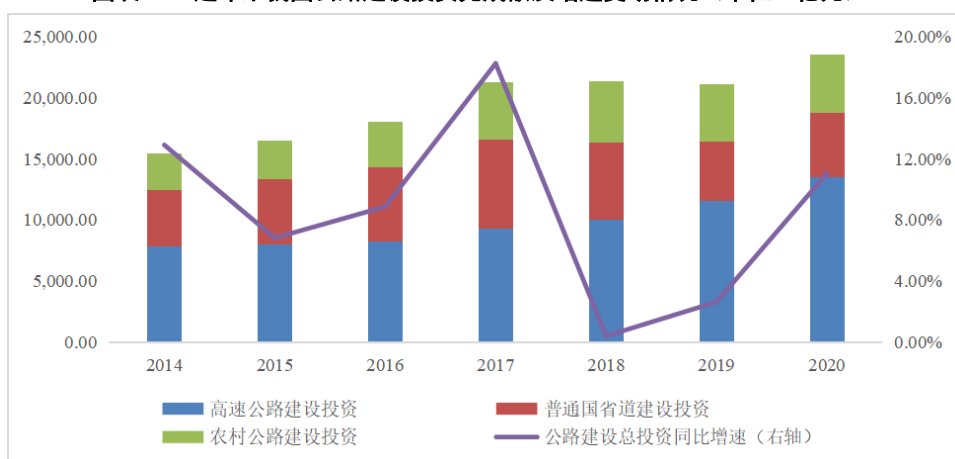
该公司主要施工领域包含交通基础设施工程、市政工程及以 PPP 模式投资建设的基础设施工程，此外公司还有部分海外工程业务。以下业务分析将分为交通基础设施施工、市政工程施工、海外工程施工以及政府和社会资本合作机制四个细分子行业对公司市场前景进行分析。

交通基础设施施工

受严控地方政府债务、金融监管加强、PPP 项目清库、环保力度加大以及去杠杆等因素叠加影响，2018 年以来我国交通基础设施投资增速逐步放缓。2019 年，我国完成铁路、公路、水路固定资产投资共 3.25 万亿元，较上年增长 3.1%。2020 年，随着疫情防控工作效果显现，交通运输经济加快回到原有发展轨道；当年完成交通固定资产投资 3.48 万亿元，较上年增长 7.1%，增速为近三年同期最高水平。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，交通基础设施投资仍有望保持投资规模；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，将不断压缩交通基础设施施工的市场空间。

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，对我国经济长远发展具有重要意义。近年来，我国不断增加对公路建设的投资，公路建设完成投资额由 2015 年的 1.65 万亿元增长至 2017 年的 2.13 万亿元。2019 年随着“基建补短板”力度加大，公路建设投资同比增长 2.6% 至 2.19 万亿元，增速小幅回升。2020 年，我国公路建设完成投资额 24,312 亿元，同比增长 11.04%。

图表 5. 近年来我国公路建设投资完成额及增速变动情况（单位：亿元）

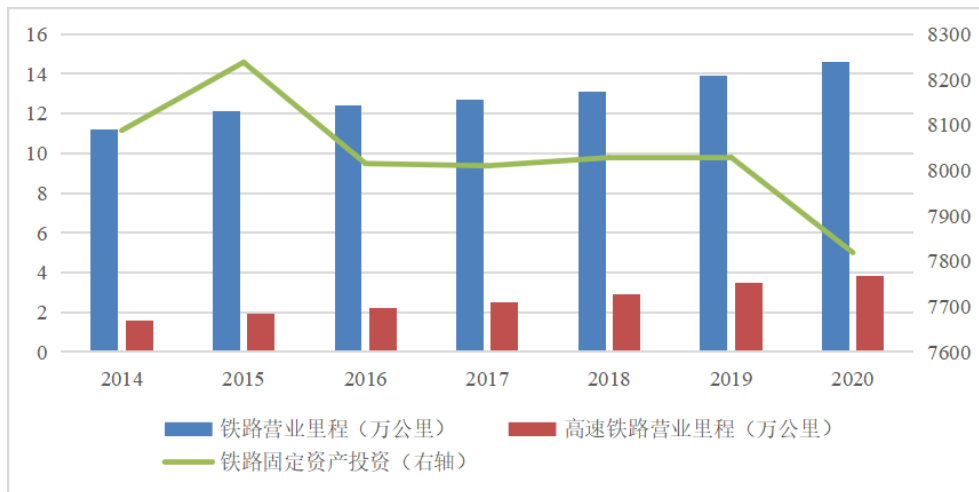


资料来源：交通运输部

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，普通国道、省道投资建设金额占比分别约为 30%和 25%。2020 年，高速公路、普通国省道和农村公路分别完成投资 13,479 亿元、5,298 亿元和 4,703 亿元，分别较上年同比增长 17.17%、7.60%和 0.86%。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，普通国省道投资整体呈缩小趋势，农村公路投资规模较为稳定。

铁路尤其是高铁能对沿线地区经济发展起到了推进和均衡作用，能够促进了沿线城市经济发展和国土开发，节约能源和减少环境污染，我国也将铁路建设定位为基建投资的重要组成部分。2018-2020 年我国完成铁路投资分别为 8,028 亿元、8,029 亿元和 7,819 亿元，2020 年投资总额有所下降。大规模投资推动铁路运营里程快速增加，截至 2020 年末，我国铁路运营总里程已达到 14.6 万公里，其中高铁营业里程超 3.8 万公里。2020 年铁路新线投产里程为 4,933 公里，其中新投产高铁里程为 2,521 公里，占比 51%。全国铁路路网密度水平也快速提高，十三五第一年铁路路网密度为 129.2 公里/万平方公里，2020 年末，全国铁路路网密度已达到 152.3 公里/万平方公里，较上年末增加 6.8 公里/万平方公里。

图表 6. 近年来我国铁路建设投资完成额及营运里程变动情况（单位：亿元）



资料来源：中国国家铁路集团有限公司

港口建设投资方面，经历了“十二五”期间的过度投资期，港口行业日趋饱和，再加上国家对作业收费和安全环保方面调控趋严，港口盈利能力的提升面临挑战。整体来看，2017~2019年港口建设投资额有所下降，其中沿海建设投资额自2012年起呈负增长态势，内河建设投资增速波动较大。2020年，我国港口货运吞吐及建设投资增速加快，全年完成水路固定资产投资1,330亿元，比上年增长17.0%；其中，内河完成704亿元，增长14.8%；沿海完成626亿元，增长19.5%。截至2020年末，我国沿海港口万吨级及以上泊位数为2,138个，增加62个；内河万吨级及以上泊位数为454个，增加10个；内河航道通航里程12.77万公里，比上年末增加387公里。

图表 7. 我国水运投资及建设情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
水路固定资产投资（亿元）	1,457.17	1,395.66	1,238.88	1,191.00	1,137.44	1,330.00
年末内河航道通航里程（万公里）	12.70	12.71	12.70	12.71	12.73	12.77
年末万吨级及以上泊位（个）	2,221	2,317	2,366	2,444	2,520	2,592

资料来源：交通运输部

2019年9月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，提出到2020年，完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务；从2021年到本世纪中叶，分两个阶段推进交通强国建设；到2035年，基本建成交通强国。2020年全国交通运输工作会议中提出，全年计划完成铁路投资8,000亿元左右，公路、水路投资1.8万亿元左右。2020年公路、铁路建设，一方面将继续加快公路、铁路网骨干线路建设，包括对支撑国家重大战略具有重要意义的地方高速公路、高速铁路建设；另一方面是推进百万公里农村公路建设，建筑施工企业市场空间广阔。

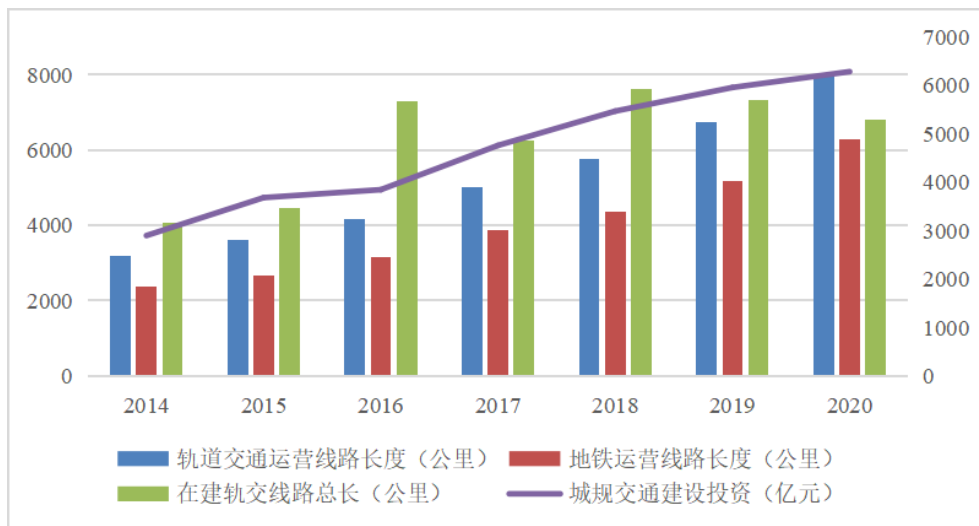
市政工程施工业

市政工程施工业方面，城镇化发展带动的基础设施建设投资将为市政基础设施施工企业提供较为广阔的成长空间和持续发展的有利条件。2019年我国

城市市政公用设施固定资产投资完成额为 20,126.30 亿元，占同期全社会固定资产投资总额的 3.65%，占比较上年提高 0.48 个百分点；同比增长 0.02%，增速较上年下降 4.10 个百分点。其中投资额排名前三位的道路桥梁、轨道交通和园林绿化固定资产投资完成额分别为 7,655.30 亿元、5,855.609 亿元和 1,844.80 亿元。

在轨道交通方面，2020 年末中国大陆地区共有 43 个城市开通城市轨道交通，运营线路总长度 7,655 公里；较上年末相比，新增天水、三亚、太原 3 个城市，新增运营线路 55 条、运营线路长度 1,226 公里（包括有轨电车约 48 公里）。2020 年全年，国家发改委共批复新建规划轨交线路长度 132.59 公里，总投资额合计 1,345.63 亿元。目前获批轨道交通建设的城市财政实力强，承建轨道交通工程的建筑企业回款安全性和及时性也有所加强。

图表 8. 2013 年以来全国轨道交通投资及运营里程变化情况



数据来源：城市轨道交通协会

在城市道路桥梁方面，截至 2019 年末我国城市道路长度 45.92 万公里，道路面积 90.97 亿平方米，分别较上年末增长 6.25% 和 6.48%，增速分别降低 2.4 和 1.81 个百分点；人均城市道路面积为 17.36 平方米，较上年末增加 0.66 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 年第四季度，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 年平均密度 6.1 千米/平方千米，总体增长约 1.5%，其中深圳、厦门和程度到路网密度达到 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，较上年度增加 1 座城市。

在园林建设方面，根据全国绿化委员会 2021 年 3 月 11 日发布的《2020 年中国国土绿化状况公报》：新增 66 个城市开展国家森林城市建设，共计 441 个；城市人均公园绿地面积 14.8 平方米，较上年增加约 4.89%。

目前，我国市政工程建设已进入快速发展时期，城市轨道交通、地下综合管廊建设等领域的建筑市场发挥空间大，相应的市政工程施工企业未来业务

增长可期。

海外工程施工业

海外工程方面，我国是全球建筑工程承包服务商的主力军之一。根据 2020 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 74 家企业入围，较上年减少 1 家，减少的主要原因是部分企业实施了合并重组，由母公司统一参评。我国入围企业在 2019 年实现国际营业额 1,200.05 亿美元，同比增长 0.9%，占 250 家上榜企业国际营业总额的 25.4%，较上年提升 1 个百分点。

东南亚、非洲等发展中国家和地区的基础设施建设需求强，尤其在国家级顶层合作倡议“一带一路”的引导下，为我国建筑施工企业走出去提供了广阔的发展空间。2019 年我国对外承包工程新签合同额为 2,602.5 亿美元，同比增长 7.6%；同年，对外承包工程业务完成营业额 1,729 亿美元，较上年增长 2.3%。2020 年，我国对外承包工程新签合同额 2,555.4 亿美元，同比下降 1.8%；完成营业额 1,559.4 亿美元，同比下降 9.8%。新冠疫情对我国对外工程的落地推进负面影响较大，需持续关注。从对外承包工程业务种类来看，八成集中在基础设施领域。2020 年，我国企业承揽的境外基础设施类工程项目 5,500 多个，累计新签合同额超过 2,000 亿美元，占当年合同总额的 80%。其中一般建筑、水利建设类项目新签合同额增长较快，分别同比增长 37.9% 和 17.9%。

“一带一路”战略投资在我国对外投资中占比较大，并成为我国企业对外承包工程及实现营业产值的重要区域市场。2019 年我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 6,944 份，新签合同额 1,548.9 亿美元，占当年对外承包工程新签合同额的 59.5%，同比增长 23.1%；完成营业额 979.8 亿美元，占同期总额的 56.7%，同比增长 9.7%。2020 年，我国在“一带一路”沿线国家新签承包工程合同额 1,414.6 亿美元，完成营业额 911.2 亿美元，分别占同期总额的 55.4% 和 58.4%。

2019 年以来，全球经济增长放缓、中美贸易摩擦以及部分区域局势紧张等不确定因素对我国海外工程业务发展带来较大压力。2020 年初，新冠疫情在我国首先爆发，当地时间 3 月 11 日，世界卫生组织总干事谭德赛宣布新冠肺炎疫情在全球范围内“大流行”。目前我国新冠疫情逐步被控制，但欧洲、美国和亚非等地相继爆发疫情，多个国家采取“居家令”、加大执法力度、推出经济救助计划等手段减缓疫情带来的冲击。2021 年以来，全球累计确诊病例已超过 1 亿例，疫情仍在持续蔓延。海外疫情蔓延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，已开工项目施工面临延期、部分项目后续开工面临无限推迟风险，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

2014 年以来国家陆续出台政策文件大力推广政府和社会资本合作，即 PPP

模式。随后 PPP 进入了爆发式增长阶段，继 2017 年底财政部出台文件规范、清理 PPP 项目后，我国 PPP 发展进入了由重速度和数量转为重质量的规范化发展阶段。

根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2021 年 3 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目累计 10,079 个，总投资额 15.6 万亿元；累计签约落地项目 7,236 个、投资额 11.8 万亿元，落地率 71.8%；累计开工建设项目 4,383 个、投资额 6.8 万亿元，开工率 60.6%。

截至 2021 年 5 月 9 日，从管理库入库项目的行业分布来看，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发和教育五个行业的项目入库数和示范项目数均居前五位，入库项目数/示范项目数分别为 4,098 个/405 个、1,386 个/97 个、954 个/82 个、627 个/45 个和 490 个/36 个，合计占比分别为 75.05%和 72.20%；交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设和环境保护、旅游五个行业的入库项目投资额居前五位，分别为 5.20 万亿元、4.49 万亿元、1.97 万亿元、1.07 万亿元和 0.41 万亿元，合计占比为 84.38%。示范项目投资额方面，市政工程、交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护、水利建设五个行业的入库项目累计投资额居前五位，分别为 0.68 万亿元、0.67 万亿元、0.22 万亿元、0.13 万亿元和 0.52 万亿元，合计占示范项目投资总额的 85.07%。

B. 政策环境

2017 年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。2018 年初，住房和城乡建设部（简称“住建部”）针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2019 年 3 月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。2019 年 12 月，住建部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

为防范在推进 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。2019 年 3 月，财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》【财金[2019]10 号】，明确财政支出责任占比超过 5%的地区，不得新上政府付费项目；新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出。2020 年 2 月，财政部办公厅印发污水处理和垃圾处理领域 PPP 项目合同示范文本，以推动相关领域 PPP 项目规范运作；3 月，财政部印发《政

府和社会资本合作（PPP）项目绩效管理操作指引》，为开展 PPP 项目全生命周期绩效管理提供明确要求，对 PPP 项目提质增效、维护合作方合法权益提供了制度保障。

为稳定经济增长，促进基建投资，2019 年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020 年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5 月 6 日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设 5G 网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

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 2020 年末，全国共有建筑业企业 11.67 万个，同比增长 12.43%，增速比上年增长了 3.61 个百分点，增速连续五年增加并达到近十年最高点。其中，国有及国有控股建筑业企业 7,190 个，较年初增加 263 个，占建筑业企业总数的 6.16%。同期末，建筑业从业人数 5,366.94 万人，同比下降 1.11%。从近两年数据来看，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及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。

图表 9. 建筑施工行业概况

项目	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400	103,814	116,716
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37	5,366.94

数据来源：国家统计局

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，中国建筑和中国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 10. 中国交建下属部分样本企业基本数据概览（2020 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	806.84	446.53	12.25	12.42	77.01	0.58	77.94	15.76
中交第二航务工程局	1,052.84	762.25	8.17	10.34	49.66	0.77	79.91	-11.09
中交第三航务工程局	712.13	418.65	7.63	2.70	50.47	0.63	80.90	11.13
中交第四航务工程局	649.11	385.56	14.09	23.01	41.24	0.57	66.11	34.99
中交一公局集团	1,683.45	1,202.09	9.77	13.12	41.96	0.77	82.28	30.93
中交第二公路工程局	631.37	535.82	9.54	15.79	47.86	0.91	78.39	33.57
中交第四公路工程局	691.91	437.83	11.31	17.54	47.16	0.72	79.65	40.39

资料来源：Wind 资讯

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。尽管 2016 年起政府相关部门采取清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等多项措施以缓解建筑施工企业资金压力，但目前工程垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。我国建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策调整的影响。随着地方政府债务管理的强化和房地产开发企业资金链趋紧，近年我国建筑施工企业应收工程款、存货占款规模逐年上升，回款风险进一步增加。

成本上升风险。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2020 年新冠疫情蔓延至全球，中国疫情得到控制但境外病毒的输入仍需防控，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，再加上运力紧张导致的材料费用的短期上涨，建筑施工企业整体成本控制或构成挑战。

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

该公司基建施工以港口工程、公路桥梁工程以及铁路工程为主，并涉及勘察设计咨询和建材贸易等业务领域。公司建设主业突出，收入贡献率高。公司基建业务在手订单充足，可为后续发展提供保障。公司投资业务以 PPP 模式为主，相关投资压力及后续资金需求量增大。公司贸易业务、勘察设计咨询业务等主要围绕基建主业开展，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响有限。

中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）以“五商中交”为发展任务，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。该公司是中国交建的核心子公司之一，营业规模在集团内排名靠前。目前公司定位为以港口工程施工为主，全土木多元化发展、国际化经营的国有大型骨干施工企业。近年来除在港口领域保持优势外，公司在公路及桥梁、其他工程等方面发展良好。

2018~2020年及2021年第一季度，该公司分别实现营业收入321.31亿元、368.04亿元、418.65亿元和107.94亿元。从收入构成来看，近三年公司基建业务收入占营业收入在85%以上，基建主业突出。

（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

主导产品或服务	2018年	2019年	2020年
营业收入合计	321.31	368.04	418.65
其中：基建业务(核心业务)	276.48	347.24	396.58
在营业收入中所占比重	86.05%	94.35%	94.73%
其中：（1）港口工程	115.97	160.51	160.76
在核心业务收入中所占比重	41.95%	46.22%	40.54%
（2）铁路工程	38.15	43.89	46.93
在核心业务收入中所占比重	13.80%	12.64%	11.83%
（3）公路及桥梁工程	110.99	126.47	154.61
在核心业务收入中所占比重	40.14%	36.42%	38.99%
（4）其他基建工程 ¹	11.38	16.37	34.26
在核心业务收入中所占比重	4.12%	4.71%	8.64%
其中：勘察设计及咨询	1.55	1.40	1.97
在营业收入中所占比重	0.48%	0.38%	0.47%
其中：贸易业务	15.57	11.14	6.36
在营业收入中所占比重	4.85%	3.05%	1.52%
毛利率	8.27%	8.87%	7.63%
其中：基建业务	7.71%	7.92%	7.12%
其中：（1）港口工程	10.04%	7.18%	9.04%
（2）铁路工程	3.68%	-2.50%	-4.20%
（3）公路及桥梁工程	7.24%	11.76%	8.50%
（4）其他工程	2.12%	13.56%	10.91%
其中：勘探设计及咨询	28.18%	35.04%	29.28%
其中：贸易业务	8.13%	14.34%	16.56%

资料来源：中交三航局（单位：亿元）

A. 基建业务

该公司基建施工业务包括传统施工业务及投资业务。其中，传统施工业务

¹包括市政工程、机场建设工程、房屋建筑工程和疏浚吹填工程等。

以港口施工为主，涵盖铁路、公路、桥梁、房建施工等；投资业务则为公司投资的 BT 项目和 PPP 项目。

2018~2020 年，该公司基建业务收入分别为 276.47 亿元、347.24 亿元和 396.58 亿元，收入逐年增长。其中，港口工程为公司主要业务收入来源，近三年港口工程收入占核心业务比例维持在 40% 以上；公路及桥梁收入系公司第二大收入来源，近三年占核心业务比例维持在 30% 以上。其余基建类业务（包括投资业务）收入占比有所波动，主要系每年承接订单不同及收入确认速度亦不同所致。

2018~2020 年，该公司基建业务毛利率分别为 7.71%、7.92% 和 7.12%，呈基本维持状态。其中，铁路工程因大西、合福、张唐、青荣等几条已完工的铁路项目，变更和索赔尚未得到业主确认，同时还在消化前几年的潜亏导致毛利率降至 -4.20%；公路及桥梁工程毛利率降至 8.50%，因原材料、劳动力等价格上涨、行业竞争加剧所致。

➤ 订单情况

该公司新签合同金额呈较快增长趋势，2020 年达到 809.16 亿元。从新签合同结构来看，传统施工业务方面，公司承接的工程以港口工程、公路工程 and 市政工程、机场建设工程、房屋建筑工程和疏浚吹填工程等其他基建工程为主，2020 年合计新签合同金额占新签总合同额的 80.05%。投资项目方面，2020 年，投资项目业务新签合同额，仍处于收紧状态，仅较上年增长 5.91%，为 161.40 亿元。

在手合同方面，截至 2021 年 3 月末，该公司在手未完工合同总额 1,177.87 亿元，为 2020 年基建业务收入的 2.97 倍，业务储备较充足，可为其后续经营规模持续扩张提供有效保障。

在订单区位分布方面，2020 年受新冠疫情影响，公司海外业务新签合同额下降较快，降至 38.82 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司在手海外业务合同额为 119.55 亿元，占同期末在手合同额的 10.15%。

图表 12. 公司近年承接工程情况

类型	新签合同金额			截至 2021 年 3 月末 公司在手合同额
	2018 年	2019 年	2020 年	
港口工程	87.98	148.15	283.10	118.61
铁路工程	15.52	28.76	7.18	9.65
公路工程	122.34	56.99	72.88	121.36
桥梁工程	19.53	7.58	13.30	22.28
投资项目	229.01	152.40	161.40	345.76
其他基建工程	679.95	286.21	271.30	560.21
合计	1,154.33	680.09	809.16	1,177.87
其中：海外业务	109.95	110.59	38.82	119.55

资料来源：中交三航局（单位：亿元）

a. 传统施工业务

➤ 施工资质及技术研发

该公司基建施工资质较齐全，资质等级较高。截至 2021 年 3 月末，公司具有港口与航道工程施工总承包特级、公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级、铁路工程施工总承包壹级和地基与基础工程施工专业承包壹级、公路路基工程专业承包壹级、隧道工程、桥梁工程及公路路基工程专业承包壹级、混凝土预制构件专业承包贰级等资质。公司曾承接、参与多个大型施工项目，包括：舟山港梅山保税港区 1 号至 5 号集装箱泊工程、上海港外高桥港区四期工程、中船长兴造船基地工程、长江口深水航道整治 1~3 期工程、杭州湾跨海大桥工程、东海大桥工程等，在高难度、高水平的工程施工方面经验丰富。

该公司已形成一支结构较合理的施工、勘察、设计、研究技术队伍，增强了公司在建筑施工领域的竞争力。截至 2021 年 3 月末，公司在岗职工 9,585 人，其中经营管理和专业技术人员分别有 6,363 人和 6,416 人。同期末，公司累计荣获 13 项鲁班奖、9 项詹天佑奖、5 项国家优质工程金质奖、20 项国家优质工程银质奖和 175 项省部级科技进步奖。此外，公司拥有专利 543 项，其中发明专利 194 项，实用新型专利 349 项；主编或参编国家行业规范 37 项，在编 21 项；国家级工法 7 项，省部级工法 58 项。

➤ 业务布局

目前该公司传统施工业务多集中在国内，订单的获取途径主要分为自主招投标或中国交建内部分包。少量分布在海外的业务订单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²获取。

近年来，该公司国内业务覆盖范围基本已覆盖全国范围。截至 2021 年 3 月末，公司在国内设立了 8 个区经公司、6 个海外子公司承接项目。

该公司客户主要集中在港务局、国有电力企业、大型能源企业和路桥投资公司等，多为国有企业，对财政均有一定的依赖性，国家货币政策及地方财力在交通基础设施领域的投入变化会对公司主业资金回笼状况产生较明显影响。截至 2021 年 3 月末，公司国内项目前十大在建工程预计合同收入总额 279.81 亿元，累计已投入资金 110.28 亿元，确认收入 118.24 亿元。

图表 13. 截至 2021 年 3 月末公司前十大国内在建工程明细

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入成本	已确认收入
大连临空产业园填海造地工程施工（一标段）	大连空港建设发展有限公司	港口	2012-07-01	2022-12-31	49.53%	37.48	16.37	18.56

²海外业务平台获取项目后，公司通过内部竞争获得项目的分包任务或公司以两家海外平台名义参与投票。海外业务平台承担项目管理职能，收取一定比例的管理费。

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入成本	已确认收入
2014 广东汕尾海上风电项目	中广核工程有限公司	风电	2020-07-01	2022-03-31	15.49%	32.38	4.42	5.02
华能苍南4号海上风电场项目风机基础及风机安装工程	华能浙江苍南海上风电有限责任公司	风电	2020-09-30	2021-09-30	17.73%	31.08	4.96	5.51
新建北京至沈阳铁路客运专线北京段站前工程11标	京沈铁路客运专线京冀有限公司	铁路	2015-10-20	2021-06-30	99.98%	27.26	26.30	27.22
126省道南京段改扩建工程(江宁区段)施工项目	江苏省南京市公路管理处	公路	2020-01-01	2021-12-31	0.76%	27.17	0.19	0.21
新溪市政	中交投资_中交(汕头)东海岸新城投资建设有限公司	市政	2020-07-01	2021-12-31	23.86%	26.56	5.42	6.34
新建张家口至唐山铁路工程ZTSG-8标段	大西铁路客运专线有限责任公司	铁路	2010-09-01	2021-03-31	99.90%	26.30	25.39	26.27
苏锡常南部高速公路常州至无锡段太湖隧道工程CX-WX2标段	江苏省交通工程建设局	公路	2018-01-01	2021-12-31	96.07	26.04	23.75	25.00
扬州市空港新城影视文旅产业基地片区开发建设	扬州中交光线投资开发有限公司	PPP	2019-09-18	2021-12-31	13.73%	24.03	2.77	3.30
汕头市牛田洋片区海滨长廊及停车场新建工程(海滨路西延)项目(一期工程)勘察设计	汕头高速公路公司	勘察设计	2020-08-31	2023-03-01	3.75%	21.51	0.71	0.81
合计					—	279.81	110.28	118.24

资料来源：中交三航局（单位：亿元、%）

该公司海外业务主要分布于东南亚、非洲及拉美地区等欠发达地区，在政治、经济方面或存在一定的不稳定因素。若当地的政治经济局势发生不利变化，可能会给公司的海外业务经营带来一定的经营风险。此外，国际工程业务主要以美元结算，国际汇率的变化使得公司海外项目面临一定的汇兑损失风险。公司海外基建业务以港口工程和公路工程为主，2018~2020年，公司海外业务收入分别为42.70亿元、48.19亿元和34.82亿元。2020年，受新冠疫情影响，公司海外业务收入有所下降。

截至2021年3月末，该公司在建重要海外及港澳地区项目预计合同收入总额115.00亿元，累计已投入资金47.61亿元，已确认收入51.31亿元。

图表 14. 截至 2021 年 3 月末公司重要海外及港澳地区在建工程明细

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入	已确认收入
孟加拉 M908 工程项目	保利科技有限公司	保密	2019-11-08	2024-05-08	10.17%	32.76	2.90	3.33
俄罗斯红星船厂干船坞及舾装码头	上海振华重工(集团)股份有限公司东方项目部	港口	2019-01-01	2021-05-31	99.95%	15.19	14.08	15.18

项目名称	业主方	工程类别	开工时间	预计完工时间	项目进度	预计合同收入	累计投入	已确认收入
马来西亚吉隆坡 SUKE 快速路高架项目 CA3 标段	中交建设(马来西亚)有限公司	路桥	2016-10-01	2021-01-01	88.80%	12.20	10.14	10.73
柬埔寨金边西港公路项目	金港高速公路项目总承包经理部	公路	2018-07-01	2022-03-31	80.46%	9.18	6.29	7.31
新加坡 T235 地铁项目	新加坡陆路交通管理局	铁路	2021-01-26	2026-09-30	0.12%	8.80	0.01	0.01
新加坡 J106 地铁项目	新加坡陆路交通管理局	铁路	2020-02-17	2026-01-20	6.86%	8.39	0.57	0.58
中国交建香港国际机场第三跑道项目 3206 标段项目	中交股份_中国交建香港国际机场第三跑道项目 3206 标段项目总经理部	填海	2017-01-01	2021-07-25	68.17%	7.51	5.23	5.08
马来西亚民都鲁沿海大道 5 标斜拉桥项目	中交建设(马来西亚)有限公司	桥梁	2019-06-01	2023-06-01	14.94%	7.32	1.08	1.08
马来西亚吉隆坡 DASHCB4 高速路项目	中港公司_马来西亚办事处(本部)	公路	2016-11-01	2021-08-31	95.98%	7.17	6.14	6.82
新加坡大士污水处理厂 2A 标段	中港公司_振华(新加坡)工程有限公司	市政	2019-07-22	2025-10-23	18.35%	6.48	1.17	1.19
合同			—	—	—	115.00	47.61	51.31

资料来源：中交三航局（单位：亿元、%）

► 业务管理

该公司在工程承包业务各环节采取多项措施以提高效益，防范风险。在投标环节，公司由市场开发部及海外市场部分别负责国内市场和海外市场，公司不断完善并强化投标方案定价审查，剔除条件不佳的项目；在项目实施阶段，相关市场部门对项目成本变动进行监控，以保证项目的盈利水平；在项目施工方面，公司采用项目部制，构建了公司本部、分公司和项目部的三级管理体系，项目部负责项目管理和具体施工，公司本部工程部则承担统筹协调资源及项目进度质量检查工作。公司所承接的项目以自行施工为主，但随着业务规模的扩大，公司也将部分业务进行分包。

在工程材料方面，由于该公司项目区域较为分散，无法实现统一采购，公司通过中国交建搭建的招标平台就近采购，以月结的方式结算材料款。公司主要原材料为钢材、水泥和沙石等建筑材料以及工程船用油，原材料成本一般约占营业成本的 60%，人工（包括劳务分包）约占营业成本的 30%。由于工程总造价均包含所需施工材料的价格，为规避材料价格波动风险，公司一般会在合同中与业主确定材料价格变动补偿机制，即当材料价格涨幅过大时，业主应给予公司一定的补偿。

在工程结算方面，该公司国内项目一般实行“开工前预付一定的预付款（预付款比例 10%），施工期间按工程进度进行拨款（进度款比例 80%），竣工后一次结算（竣工结算比例 97%）的方式”，剩余 3% 工程质保金在质保期结束后收回。公司海外项目的付款方为中国交建或中国交建下属海外业务平台，中国交建或中国交建下属海外业务平台所承接海外项目的付款方为海外业主，多通过中国进出口银行或国家开发银行支付。

b. 投资业务

➤ BT 项目

2015 年之前，该公司投资业务主要为路桥工程类 BT 项目。公司主要通过在地设立项目子公司，由子公司自行融资，并进行 BT 项目的推进。公司 BT 项目建设期一般为 2~3 年，竣工验收后进入 3~5 年的回购期，项目回购收入包含回购基数和投资回报，按合同约定方式以现金回款。截至 2021 年 3 月末，公司累计投资建设了 14 个 BT 项目，总投资额为 99.83 亿元，已投资 91.65 亿元，项目累计回款 89.57 亿元。其中，已完成回购 BT 项目 8 个，回购期项目 5 个。总体看，公司 BT 投资业务大部分项目进入回购期，现有在建 BT 项目规模较小。

图表 15. 截至 2021 年 3 月末公司处于回购期或待回购期的 BT 项目情况

项目名称	运作主体	持股比例	总投资	已投资	建设期	回购期	累计回购金额	完工进度	项目情况
襄阳市小清河城区段防洪治理及景观工程	湖北襄阳中交三航投资建设有限公司	100%	1.63	1.41	2	3	1.87	100%	回购期
漳浦县府前唐街及迎宾大道改造工程	中交三航局（漳浦）投资建设有限公司	100%	9.31	9.26	2	3	4.88	100%	回购期
G320 湘潭绕城线一期工程项目	湖南长株潭中交投资建设有限公司	100%	10.52	9.70	2	3	0.77	92.2%	尚待回购
六安前进路、望江路投融资建设项目	安徽中交三航投资建设有限公司	100%	3.00	1.69	2	3	3.67	100%	回购期
270 省道邳州北段工程项目部	徐州中交三航投资建设有限公司	100%	7.71	5.8	2	3	6.47	100%	回购期
合计			87.72	79.54	-	-	17.66	-	-

资料来源：中交三航局（单位：亿元、年）

➤ PPP 项目

2015 年以来，该公司逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式。公司 PPP 项目模式为：公司与其他合作方成立联合体，联合体再与地方政府或其部门合作成立 PPP 项目公司；联合体及地方政府或其部门为项目公司的股东，需要按一定比例缴纳资本金；项目公司负责 PPP 项目的投资、融资和建设运营。PPP 项目工程由公司及其它联合体成员承接，公司既获得工程项目又可按照出资比例获得 PPP 项目后续运营分红。

截至 2021 年 3 月末，该公司在执行过程中的并表范围内 PPP 项目共 12 个，项目合同总额 227.78 亿元，其中公司签订合同额 75.17 亿元，计划投入资本金 66.40 亿元，已投入资本金 26.56 亿元。上述 12 个项目中，除龙海市南太武滨海新城基础设施一期工程（启动区）PPP 项目和湖南株洲市清水塘老工业区产业新城整体开发 PPP 项目回报模式为可行性缺口补助外，其余全部为政府付费模式。同期末公司进入执行期的非并表项目共 7 个，项目合同金额 565.88 亿元，其中公司签订合同额 104.84 亿元，按持股份额需计划投入的资本金为 34.65

亿元，已投入资本金 13.50 亿元。并表及非并表范围 PPP 项目详情请见附录四。

该公司 PPP 项目的工程结算模式一般工程建设期间收回已完成工程量的 80%-85%，最终结算收取 10%-15%，结算后 1 年或 2 年后收 5%。与纯工程施工承包相比，PPP 投资项目可为公司带来投资收益，但也加大了公司投资及资金回收风险，主要体现为公司资本金被长期占用，以及项目未来的回报率存在不确定性和未来业主支付能力下降的风险。

为降低 PPP 项目的投融资方面的风险，该公司在 PPP 项目框架协议签订前，同银行、基金公司等金融机构针对项目融资进行洽谈。截至 2020 年末，公司已中标并进入执行期的并表 PPP 项目中获得融资的项目共 13 个。为防范业务履约风险，公司在业主选择上参照各级地方政府经济规模进行划分，并通过对地方经济、工程类别及回报机制综合考量后针对具体项目要求不同的投资回报。

截至 2021 年 3 月末，该公司进入运营阶段的 PPP 项目仅 1 个，系乌鲁木齐市克拉玛依路-南湖东西路高架、东延道路工程（二期）项目，该项目总投资 30.44 亿元，公司持股比例为 70%，该项目运营管理期限为 10 年，采用可行性缺口补助方式，2020 年运营收入为 3.01 亿元，累计收到运营回款 3.01 亿元。

B. 贸易业务

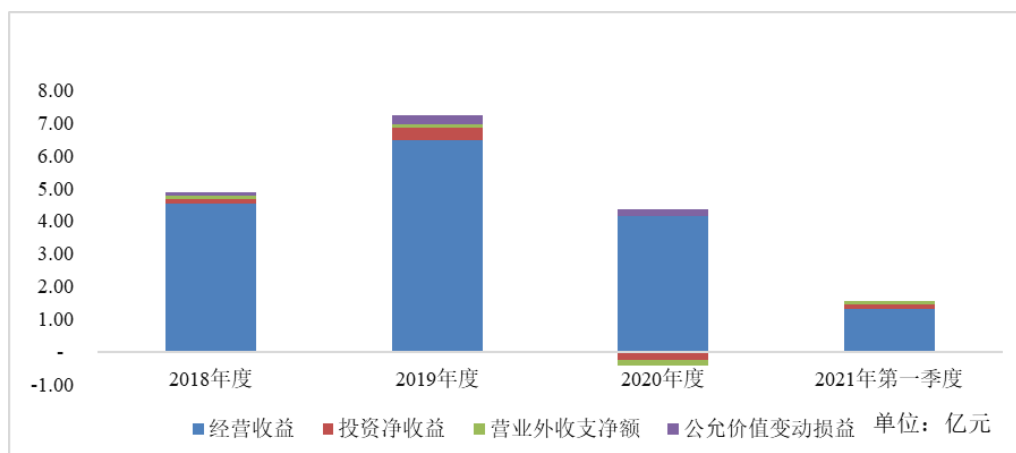
该公司还开展建筑施工原材料贸易业务，贸易业务由主要由其全资子公司中交三航局工程物资有限公司（简称“物资公司”）负责。2016 年 12 月，物资公司下设全资子公司上海三航工贸有限公司（简称“工贸公司”）。工贸公司主要负责对中国交建内部原材料贸易业务，物资公司本部负责对外原材料贸易业务，贸易品种包括钢材、沥青和水泥等。

该公司贸易业务中约 70%用于中国交建内部项目所需工程原材料需求，物资公司一般给予集团内部企业 12 个月账期，并以现金或银票形式进行款项结算。公司贸易类业务供应商主要为物料生产商或其他贸易经销商，基本为中国交建指定合作供应商，一般给予公司 12 个月账期，并以现金或银票结算。

受宏观环境的影响，该公司加强业务风险控制，主动收缩贸易规模，2018~2020 年贸易业务收入分别为 15.57 亿元、11.14 亿元和 6.36 亿元。经过调整，贸易业务毛利率有所增长，近三年分别为 8.13%、14.34%和 16.56%。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中交三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，投资净收益及营业外收支净额规模相对较小。2018~2020年及2021年第一季度营业毛利分别为26.58亿元、32.66亿元、31.94亿元和8.34亿元，同期公司综合毛利率分别为8.27%、8.87%、7.63%和7.72%。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计(亿元)	321.31	368.04	418.65	107.94	55.28
综合毛利率(%)	8.27	8.87	7.63	7.72	8.17
毛利(亿元)	26.58	32.66	31.94	8.34	4.52
期间费用(亿元)	21.32	25.42	27.04	6.97	4.10
其中：销售费用	0.01	0.04	0.03	0.03	0.00
管理费用	9.66	10.55	9.91	2.96	2.26
财务费用	3.26	3.42	3.14	1.32	1.28
研发费用	8.39	11.41	13.95	2.65	0.56
期间费用率(%)	6.64	6.91	6.46	6.45	7.42
信用减值损失(亿元)	2.30	3.02	1.19	0.03	-0.16
经营收益	4.51	6.46	4.15	1.29	0.26
全年利息支出总额(亿元)	5.52	7.87	9.46	2.38	2.27
其中：资本化利息数额(亿元)		-	0.02	-	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

从费用支出情况来看，2018~2020年及2021年第一季度该公司期间费用分别为21.32亿元、25.42亿元、27.04亿元和6.97亿元，期间费用率分别为6.64%、6.91%、6.46%和6.45%。公司期间费用主要为管理费用和研发费用，合计占期间费用比重分别为84.66%、86.39%、88.24%和80.49%。公司管理费用主要是管理人员职工薪酬；研发费用主要是固定资产使用费、材料费和人工费。公司销售费用和财务费用占比较小；近三年公司利息支出逐年递增，但其利息收入也呈现增长态势，因此财务费用得到一定程度的控制，财务费用率分别为

1.01%、0.93%和 0.75%。相比建筑行业内企业，公司期间费用控制较好。

该公司投资收益和营业外收入规模较小，对经营业绩影响较小。2018~2020 年和 2021 年第一季度，公司投资净收益分别为 0.15 亿元、0.38 亿元、-0.26 亿元和 0.16 亿元。公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，2020 年投资收益项下新增资产证券化方式处置应收账款、应收票据的投资收益和无追索权方式处置应收款项投资收益，当年发生额分别为-0.39 亿元和-0.10 亿元，使得当期呈现投资净损失状态。同期，公司营业外收支净额分别为 0.11 亿元、0.12 亿元、-0.16 亿元和 0.10 亿元，2020 年营业外呈现净支出状态主要系罚款支出、其他支出大幅增加导致。信用减值损失主要系公司根据中国交建下发的预期信用损失模型计算所得，由坏账损失构成，对营业利润侵蚀较大，2018~2020 年公司信用减值损失分别为 2.30 亿元、3.02 亿元和 1.14 亿元。

从整体盈利情况来看，2018~2020 年和 2021 年第一季度该公司实现营业利润分别为 2.71 亿元、4.36 亿元、3.20 亿元和 1.43 亿元，净利润分别为 2.79 亿元、3.91 亿元、2.70 亿元和 1.31 亿元。2018~2020 年公司总资产报酬率分别为 1.65%、2.18%和 1.89%，净资产收益率分别为 2.98%、3.65%和 2.14%。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
公允价值变动净收益	0.10	0.28	0.20	-
投资净收益	0.15	0.38	-0.26	0.16
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.21	0.25	0.15	-
资产处置收益	0.16	0.11	0.11	-
其他收益	0.08	0.15	0.19	0.02
加：营业外收入	0.24	0.25	0.18	0.10
减：营业外支出	0.13	0.13	0.34	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司拟以“五商中交”³战略和“三者定位”⁴为统领，紧紧扣住“123456”⁵的工作总方针，坚定“两个窗口”⁶的政治自觉，保持“三个排头兵”⁷的奋进姿态，围绕“抓安全、拓市场、重项目、育人才、促改革”，深入

³世界一流工程承包商、城市及园区投资发展商、特许经营服务商、特色房地产投资发展商、现代工业制造一体化服务商。

⁴致力于成为政府与经济社会发展急所的责任分担者、区域经济发展的深度参与者、政府购买公共服务的优质提供者。

⁵①始终围绕一个主题，即建设具有全球竞争力的世界一流企业；②始终围绕“两大试点平台”建设，即打造国有资本投资公司、中央企业党建工作联系点两大试点平台；③始终围绕“三者定位”，优化“三大布局”和实现“三让愿景”；④始终围绕“四型”组织打造，即学习型组织、创新型组织、数字型组织、核心价值观型组织，提升组织的系统能力；⑤始终围绕“五商中交”的引领与落地；⑥始终围绕“六大工作重点”，即在抓战略、稳增长、促改革、求创新、提质效、强党建 6 个方面实现突破。

⁶有效发挥国有资本投资公司功能作用的窗口、新时代全面提升国有企业党的建设质量的窗口。

⁷国企治理体系和治理能力现代化的排头兵、企业高质量发展的排头兵、企业全球化发展的排头兵。

推进“334”⁸工程，全面提升项目管理科学化水平，全力推动公司高质量发展迈上新台阶。

管理

跟踪期内，该公司控股股东仍为中国交建，控制力强，治理结构及内部管理制度进一步完善。

截至 2020 年末，该公司控股股东仍为中国交建，持股比例为 89.31%，实际控制人为国务院国资委。公司产权状况详见附录一。

2020 年 3 月，汪涛、尹建兵任该公司副总经理，两位高管均拥有公司系统内 20 年以上的工作经历和 10 年以上的管理经验，能够胜任领导岗位。公司治理方面，为进一步理顺总部的管理运行机制，提升总部的引领、管控和服务功能，跟踪期内公司组织架构基本维持，详见附录二。

2020 年，该公司把目标管理作为薪酬增减的重要依据，把稀缺资源利用率、进度、成本、工程物资管理等方面，纳入目标管理体系和薪酬体系；在分子公司层面，务实地推动班子成员收入与主要经济指标挂钩，部门中层干部收入与项目平均业绩挂钩，内部管理进一步加强。

该公司在中国交建内部承接分包任务及担任总承包业务较多，关联交易多由业务往来产生，定价参照市场价格协商确定。2020 年，公司作为分包方向关联方提供劳务金额 84.65 亿元，占当期发生额的 20.20%；作为总包方接受关联方劳务发生金额 5.24 亿元，占当期发生额的 1.33%。同年，公司向关联方销售商品收到现金 4.72 亿元，采购关联方商品支出现金 11.07 亿元。其他关联交易主要系中国交建下属财务公司向公司提供借款产生的利息及应付融资租赁款等，2020 年中交财务有限公司、中交股份、中交融资租赁有限公司分别向公司提供资金 43.53 亿元、6.00 亿元和 0.05 亿元。此外，公司与关联方资金往来金额较大，2020 年末公司应收关联方 50.51 亿元，应付关联方 67.50 亿元，集团内部款项拆借风险相对可控。

图表 19. 2020 年末公司关联方应收应付款项

项目		金额	占科目比重
应收关联方	应收账款	20.69	33.87%
	预付款项	0.23	1.48%
	其他应收款	21.25	75.11%
	长期应收款	8.34	4.86%
	合计	50.51	7.09%
应付关联方	应付账款	11.51	5.04%
	应付票据	0.97	5.48%

⁸ “三基”是基础、基层、基本功；“三全”是全面预算管理、全成本核算、全面绩效考核；“四化”是专业化、标准化、数字化、精细化。

项目	金额	占科目比重
合同负债	6.14	17.87%
其他应付款	48.85	65.19%
长期应付款	0.03	13.64%
合计	67.50	11.72%

资料来源：中交三航局 2020 年审计报告（单位：亿元）

根据该公司所提供的 2021 年 6 月 2 日《企业信用报告》，公司目前存续债务中无不良记录。诉讼方面，截至 2020 年末，公司无需披露的重大诉讼。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021/6/2	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2021/6/2	无
重大诉讼	2020 年年报	2021/4/30	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/6/2	无
质量	公司提供及全国建筑市场监管公共服务平台	2021/6/2	无
安全	中华人民共和国应急管理部	2021/6/2	无

资料来源：根据中交三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。

财务

跟踪期内，该公司债务规模继续攀升，财务杠杆仍处于较高水平。公司资产中应收账款、存货/合同资产经营性占款规模大，随着经营规模的扩张，流动性持续收紧。公司净资产实力较强，对业务发展、资金筹措形成一定支撑，同时公司将大部分资金压力转移给上游材料供应商及劳务、专业分包方，公司实际偿债压力一定程度上得到缓解。公司经营活动现金持续净流入，且拥有一定规模的货币资金，可为债务的偿还提供一定保障。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年度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 42 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编制。

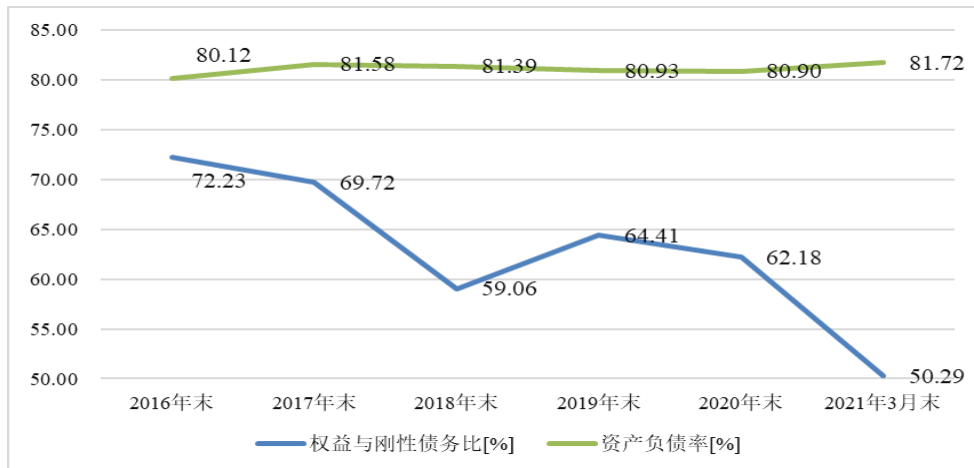
截至 2020 年末，该公司纳入合并范围内的二级子公司共 45 家，较上年

减少 1 家。其中投资设立子公司 3 家，因注销不再纳入合并范围内子公司 4 家，分别为丹阳三航交通投资建设有限公司、南平中交三航局市政建设投资有限公司、太仓市中交三航投资建设有限公司和句容中交投资建设有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



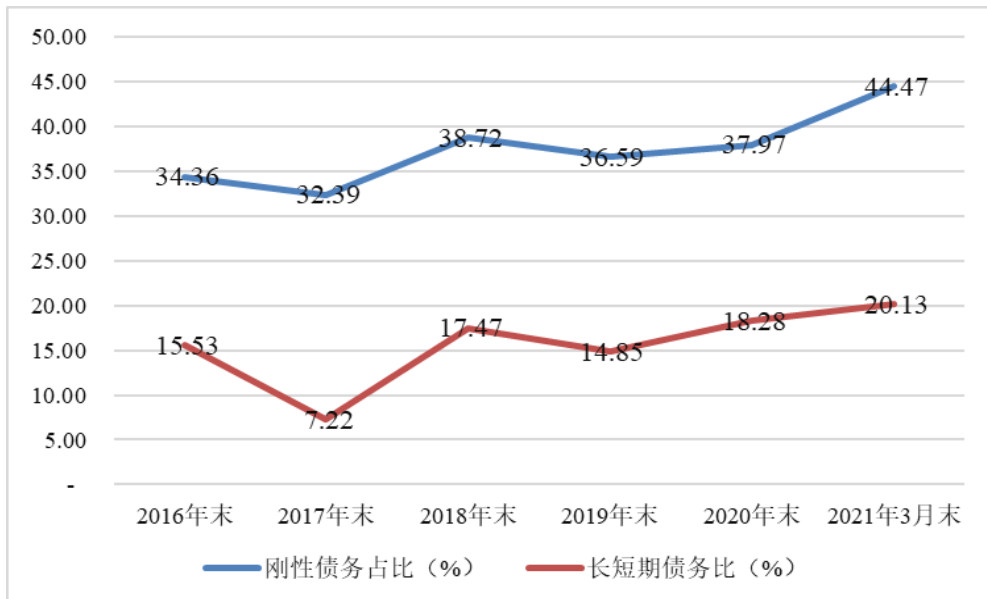
资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

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。2018~2020 年末，公司负债总额分别为 426.27 亿元、495.16 亿元和 576.12 亿元。资产负债率维持在较高水平，同期末分别为 81.39%、80.93%和 80.90%。

除自身经营积累外，该公司还获得外部资本补充，2019 年，公司获得工银金融资产投资有限公司等三家企业合计 6.44 亿元投资，并发行永续中票 10 亿元；2020 年，公司发行永续中票和可持续公司债，年末账面价值合计 44.93 亿元。同年，公司支付优先股以及债转股股利 19.47 亿元，当期末未分配利润从 25.91 亿元降至 8.35 亿元。总体来看，近三年公司资本实力稳步增强，年末所有者权益分别为 97.49 亿元、116.69 亿元和 136.01 亿元。但由于债务增长相对较快，权益资本对刚性债务覆盖程度依然较低，同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 59.06%、64.41%和 62.18%。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	122.38	128.11	165.06	181.18	218.73	274.82
应付账款 (亿元)	166.78	184.44	186.07	195.62	228.56	224.48
预收账款* (亿元)	15.20	15.81	13.94	30.23	34.36	40.98
其他应付款 (亿元)	40.23	49.06	43.50	66.83	69.04	55.25
刚性债务占比 (%)	34.36	32.39	38.72	36.59	37.97	44.47
应付账款占比 (%)	46.83	46.63	43.65	39.51	39.67	36.32
预收账款占比 (%)	4.27	4.00	3.27	6.11	5.96	6.63
其他应付款占比 (%)	11.30	12.40	10.20	13.50	11.98	8.94

资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

*2017 年及以后为合同负债

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，2018~2020 年末公司长短期债务比分别为 17.47%、14.85%和 18.28%，与资产期限结构匹配度一般。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款组成。截至 2020 年末，公司刚性债务余额为 218.73 亿元，同比增长 20.73%。应付账款余额为 228.56 亿元，较上年末增长 16.84%，主要为应付工程材料款及分包项目工程款，在负债中占比 39.67%。合同负债主要为预收工程款项和已结算未完工项目，2020 年末余额为 34.36 亿元。同期末，公司其他应付款余额为 69.04 亿元，较上年末增长 3.31%，主要为关联往来款（48.85 亿元）、应付保证金（15.01 亿元）等。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	77.99	104.75	105.47	120.58	131.85
其中：短期借款	60.67	79.69	80.30	93.66	90.81
一年内到期的长期借款	1.38	9.46	8.70	2.95	2.45
应付票据	5.89	5.85	8.98	12.23	17.69
其他短期刚性债务	10.05	9.75	7.49	11.74	20.90
中长期刚性债务合计	44.39	23.36	59.58	60.60	86.87
其中：长期借款	22.82	18.65	35.02	36.85	78.47
应付债券	8.00	-	20.00	20.00	-
其他中长期刚性债务	13.57	4.71	4.56	3.76	8.40
刚性债务合计	122.38	128.11	165.06	181.18	218.73
综合融资成本（年化，%）	7.02	3.94	3.76	4.55	4.73

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。（单位：亿元）

该公司刚性债务以短期为主，2020 年末为 131.85 亿元，较上年末增长 9.35%，占刚性债务的 60.28%。公司短期刚性负债主要由短期银行借款、应付票据和其他短期刚性债务构成。2020 年末，短期借款 90.81 亿元，其中 82.99 亿元为信用借款，剩余全部为保证借款。同期末应付票据 17.69 亿元，主要为应付银行承兑汇票 11.18 亿元。公司其他短期刚性债务主要由一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款构成，2020 年末余额为 20.90 亿元，含一年内到期的应付债券 20.46 亿元。公司中长期刚性债务主要由长期借款构成。2020 年末，公司长期借款余额 78.47 亿元，其中信用借款余额 36.30 亿元、质押借款余额 44.62 亿元；因其应付债券均在一年内到期，所以应付债券余额为零；公司其他中长期刚性债务主要为公司与中交建融融资租赁有限公司等以售后回租的形式进行融资租赁形成的融租贷款借款，计入租赁负债。

尽管该公司已尽量利用商业信用缓解资金压力，但对于资金推动的建筑行业，公司业务的快速发展仍需辅以大量融资。公司带息债务主要集中在银行借款，外部融资环境的变化或将对公司盈利空间产生影响。

2021 年 3 月末，该公司负债总额为 618.00 亿元，资产负债率较上年末略升至 81.72%，杠杆水平高，主要系长期借款及短期借款增加所致。公司其余负债结构较上年末相比变化不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
总资产周转速度 (次)	0.71	0.69	0.64	0.65	0.63	-
营业收入现金率 (%)	97.74	99.14	95.74	101.74	97.02	107.56
业务现金收支净额 (亿元)	23.78	33.66	-7.67	26.13	35.42	-7.79
其他因素现金收支净额 (亿元)	-4.52	-19.64	10.67	-22.44	-24.29	-23.53
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	19.27	14.01	3.00	3.69	11.13	-31.32
EBITDA (亿元)	16.45	10.10	13.94	18.52	18.84	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.15	0.08	0.10	0.11	0.09	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.07	2.05	2.53	2.35	1.99	-

资料来源：根据中交三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。

受工程施工周期、结算惯例及账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长。2018~2020 年公司总资产周转率分别为 0.64 次、0.65 次和 0.63 次。同期，公司营业收入现金率分别为 95.74%、101.74% 和 97.02%，与同行业相比主业回笼资金情况尚可。公司经营性现金净流呈增长态势，2018~2020 年经营活动现金净流入额分别为 3.00 亿元、3.69 亿元和 11.13 亿元。2019~2020 年公司经营性净流入显著上升，主要系公司采取了以下几个措施：（1）加大资金管理，重视两金压降；（2）将现金流与绩效挂钩，调动各单位积极性；（3）严格控制利润率不高的低比例支付项目的承建；（4）政府回购型 PPP 项目要形成投资-回购-再投资的良性循环；（5）紧盯在建项目计量的签认、完工项目的结算、到期应收账款和各种押金保证金的催收。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的工程保证金，支付其他与经营活动有关的现金主要为期间费用及工程保证金等。2020 年，公司投标、中标项目增加，前期垫付款项增加，其他因素现金收支活动净流出 24.29 亿元。

2018~2020 年该公司 EBITDA 分别为 13.94 亿元、18.52 亿元和 18.84 亿元。公司 EBITDA 由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其他资产摊销构成。随着融资规模上升，列入财务费用的利息支出逐步成为影响 EBITDA 波动的主要因素。整体看，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度尚可。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额（亿元）	-2.64	-3.77	-10.04	-9.68	-3.26	-6.60
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（亿元）	-4.13	-1.37	-6.64	-8.80	-11.17	-2.88
其他因素对投资环节现金流量影响净额（亿元）	-7.09	-0.45	-3.79	-2.60	-12.97	-2.90
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-13.85	-5.58	-20.48	-21.08	-27.40	-12.38

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

近年来，随着承接的 PPP 项目增多，该公司 PPP 项目公司投资及固定资产投资力度加大，投资环节出现较大资金缺口。2018~2020 年公司投资环节现金净流出分别为 20.48 亿元、21.08 亿元和 27.40 亿元。公司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运输工具、机器设备等的支出，2020 年因岱山县燕窝山陆岛交通码头及防波堤工程 PPP 项目及徐圩新区达标尾水排海工程项目增至 11.17 亿元。2018 与 2019 年公司闲置资金投资规模较大，回收投资与投资支付净流入额分别达到-10.04 亿元和-9.68 亿元，而 2020 年乌鲁木齐市克拉玛依路-南湖东西路高架、东延道路工程（二期）项目等项目运营期回款降至-3.26 亿元。随着公司营业规模不断扩大及中标 PPP 项目的增多，未来公司投资环节资金缺口或将进一步扩大。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
权益类净融资额（亿元）	0.33	1.39	1.02	15.19	16.01	-
债务类净融资额（亿元）	14.15	-10.84	-22.84	4.53	16.76	-
其他因素对筹资环节现金流量影响净额（亿元）	2.37	2.21	18.06	-3.56	1.96	-0.14
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	5.02	-13.55	-4.02	16.16	34.73	28.52

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

随着经营业务资金需求的增长和投资性资金流出的扩大，该公司通过发行债券、增加银行借款等方式来弥补资金缺口，但由于公司负债主要集中于流动负债，短期债务偿还导致公司筹资性现金流波动较大。2018~2020 年，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-4.02 亿元、16.16 亿元和 34.73 亿元，其中 2018 年筹资环节现金净流出减少主要系公司增加债券融资（计入收到其他与筹资活动有关的现金），减少银行贷款所致。2019 年公司大力发展供应链融资、票据等业务，又增加了 15 亿债转股，筹资环节现金净流入 16.16 亿元。2020 年公司通过可持续公司债和中期票据进一步增加筹资环节的现金净流入 34.93 亿元。

2021 年第一季度，该公司经营环节现金净流出 31.32 亿元，主要系工程保证金等其他与经营活动有关的支出增加所致；投资环节现金净流出为 12.38 亿元；筹资环节现金净流入 28.52 亿元，主要系长期借款的增加。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	329.05	344.85	358.04	384.34	399.51	415.48
	74.02%	71.12%	68.36%	62.82%	56.10%	54.94%
其中:现金类资产(亿元)	62.83	57.92	36.63	35.46	53.52	38.26
应收账款(亿元)	93.86	68.07	64.02	56.30	61.90	62.31
存货 ⁹ (亿元)	95.85	129.06	128.37	137.91	151.44	174.64
一年内到期的非流动资产	27.38	38.26	57.19	64.71	69.92	68.91
其他应收款(亿元)	37.01	37.03	47.50	52.74	28.29	33.35
非流动资产(亿元,在总资产中占比%)	115.49	140.03	165.71	227.51	312.62	340.73
	25.98%	28.88%	31.64%	37.18	43.90	45.06
其中:固定资产(亿元)	34.30	40.13	44.37	41.08	41.81	45.07
长期应收款(亿元)	55.29	72.60	75.11	120.41	171.62	179.99
长期股权投资(亿元)	7.55	10.51	12.16	21.68	23.09	26.42
期末全部受限资产账面金额(亿元)	0.94	0.12	21.49	27.58	94.21	
受限资产账面余额/总资产(%)	0.21%	0.02%	4.10%	4.51%	13.23%	

资料来源:根据中交三航局所提供数据整理。

该公司资产总额不断增长,2018~2020 年末分别为 523.75 亿元、611.86 亿元和 712.13 亿元。公司资产以流动资产为主,2020 年末流动资产为 399.51 亿元,占资产总额的 56.10%;非流动资产为 312.62 亿元,占资产总额的 43.90%。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货、一年内到期的非流动资产和其他应收款构成,2020 年末余额分别为 53.52 亿元、61.90 亿元、151.44 亿元、69.92 亿元和 28.29 亿元,分别占资产总额的 7.52%、8.69%、21.27%、9.82%和 3.97%。其中,货币资金余额 53.52 亿元,其中受限资金 0.07 亿元;应收账款主要为应收客户工程款,其中 76.44%是账龄在一年以内的应收账款;2020 年末前五名应收账款余额 13.40 亿元,占比 19.84%;此外公司与中国交建系统内其他单位因项目分包形成的应收账款账面余额为 19.20 亿元,较上年末增长较多。2020 年末公司存货主要由原材料和自制半成品及在产品构成,账面价值 39.79 亿元。原已完工未结算款转至合同资产科目,2020 年末合同资产账面价值 111.64 亿元,当期计提减值准备 0.74 亿元。公司一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的长期应收款(主要为应收工程保证金及融资类项目施工款)构成,较上年末增长 8.06%,主要系融资类工程施工形成的款项增加所致。其他应收款主要为中交集团内部工程分包产生的应

⁹ 为保持数据可比性,本文仍将合同资产计入存货。

收款项及工程保证金，较上年减少 46.36%。

该公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款和长期股权投资构成，2020 年末余额分别为 41.81 亿元、171.62 亿元和 23.09 亿元，分别占资产总额比重为 5.87%、24.10%和 3.24%。其中，固定资产主要由机器设备、房屋建筑物和运输工具等构成。长期应收款主要为应收 PPP 合同等长期应收款项和收款期一年以上的工程款等，其中 PPP 合同等长期应收款项占比 78.89%。长期股权投资系对联营企业和合营企业的投资，其中以对常州中交建设发展有限公司和中交地产舟山开发有限公司的投资居多。

图表 28. 截至 2020 年末公司长期应收款构成明细

构成明细	年末账面价值（亿元）	年末折现率区间（%）
PPP 合同等长期应收款项	135.39	-
收款期一年以上的工程款	31.03	4.75~4.90
分期收款销售商品	5.20	4.75~4.90
合计	171.62	-

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 756.21 亿元，较上年末增长至 6.19%，流动资产较上年末增长 4.00%至 415.48 亿元，非流动资产较上年末增长 8.99%至 340.73 亿元。

该公司受限资产主要为货币资金和应收账款，2018 年末受限货币资金仅 0.13 亿元，主要系限制性存款；同期末因质押借款受限的应收账款账面价值 21.36 亿元。2019 年末，公司受限货币资金 0.08 亿元，受限长期应收款账面价值 27.50 亿元。2020 年末，公司受限货币资金 0.07 亿元，受限长期应收款账面价值 94.14 亿元。虽然 2020 年公司受限资产增长较多，但总体来看公司受限资产占资产总额比重较小，尚未对资产整体流动性造成重大影响。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	106.74	93.47	98.67	89.15	82.02	80.76
速动比率（%）	73.44	56.75	60.87	53.66	47.74	42.39
现金比率（%）	21.43	16.76	10.59	8.23	10.99	7.44

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

近年来，该公司流动资产对流动负债的覆盖程度偏弱，2020 年末流动比率为 82.02%，由于存货与合同资产规模过大，同期末速动比率仅为 47.74%。但公司流动负债以应付账款为主，短期刚性债务偿付压力可控。同时，公司保持了一定规模的存量货币资金，可为即期债务偿还提供一定支持。2021 年 3 月末，公司流动比率和速动比率均小幅下滑，现金比率为 7.44%，流动性压力有所加大。

6. 表外事项

中国交建对该公司资金管理较为严格，对外担保均需要通过中国交建的批准。截至 2020 年末，公司未对合并范围外企业提供担保。此外根据公司年报披露，同期末，公司不存在法律诉讼等重大或有事项。

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需提交母公司批准。2020 年末，母公司总资产 617.02 亿元，主要为存货、应收账款、其他应收款、一年内到期的非流动资产和长期股权投资。其中货币资金余额为 37.46 亿元，占合并口径货币资金比重 70.00%。公司债务亦集中于母公司，同期末母公司刚性债务 132.84 亿元，占合并口径刚性债务的 60.73%。2020 年，母公司实现营业收入 392.84 亿元，净利润 7.24 亿元，经营性现金净流入 30.64 亿元，投资活动现金净流出 16.86 亿元。

外部支持因素

1. 集团支持与管控

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 2020 年 ENR¹⁰全球最大 250 家国际承包商排名中名列第四位，连续四年位居前五名。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，中国交建通过中交财务公司持续给予公司信用借款，借款利率一般为基准利率下浮 10%。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；并对公司资产负债率水平进行控制。

2. 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 3 月末，公司共取得综合授信额度为 647.70 亿元，含中交财务有限公司授信 100 亿元，尚有未使用银行授信额度为 293.33 亿元，且从借款方式看，公司已使用银行授信以信用借款为主。

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。

附带特定条款的债项跟踪分析

18 中交三航 MTN002：可续期

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具。

本次债券附设该公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《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。

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；2、减少注册资本。

20 中交三航 MTN001：可续期

本期债券在破产清算时的清偿顺序列于发行人普通债务之后。

本次债券附设该公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《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。

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（国有独资企业上缴利润除外）；2、减少注册资本。

20 中交 Y1：可续期

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。

本次债券附设该公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人

决定递延支付利息的，发行人应在付息日前 15 个工作日披露《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，若发行人继续选择延后支付，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。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人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；（2）减少注册资本。

跟踪评级结论

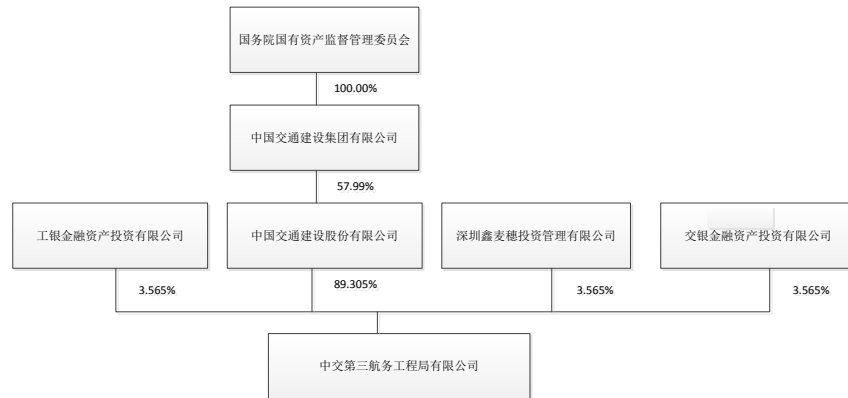
跟踪期内，该公司控股股东仍为中国交建，控制力强，治理结构及内部管理制度进一步完善。

该公司基建施工以港口工程、公路桥梁工程以及铁路工程为主，并涉及勘察设计及咨询和建材贸易等业务领域。公司建设主业突出，收入贡献率高。公司基建业务在手订单充足，可为后续发展提供保障。公司投资业务以 PPP 模式为主，相关投资压力及后续资金需求量增大。公司贸易业务、勘察设计及咨询业务等主要围绕基建主业开展，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响有限。

跟踪期内，该公司债务规模继续攀升，财务杠杆仍处于较高水平。公司资产中应收账款、存货/合同资产经营性占款规模大，随着经营规模的扩张，流动性持续收紧。公司净资产实力较强，对业务发展、资金筹措形成一定支撑，同时公司将大部分资金压力转移给上游材料供应商及劳务、专业分包方，公司实际偿债压力一定程度上得到缓解。公司经营活动现金持续净流入，且拥有一定规模的货币资金，可为债务的偿还提供一定保障。

附录一：

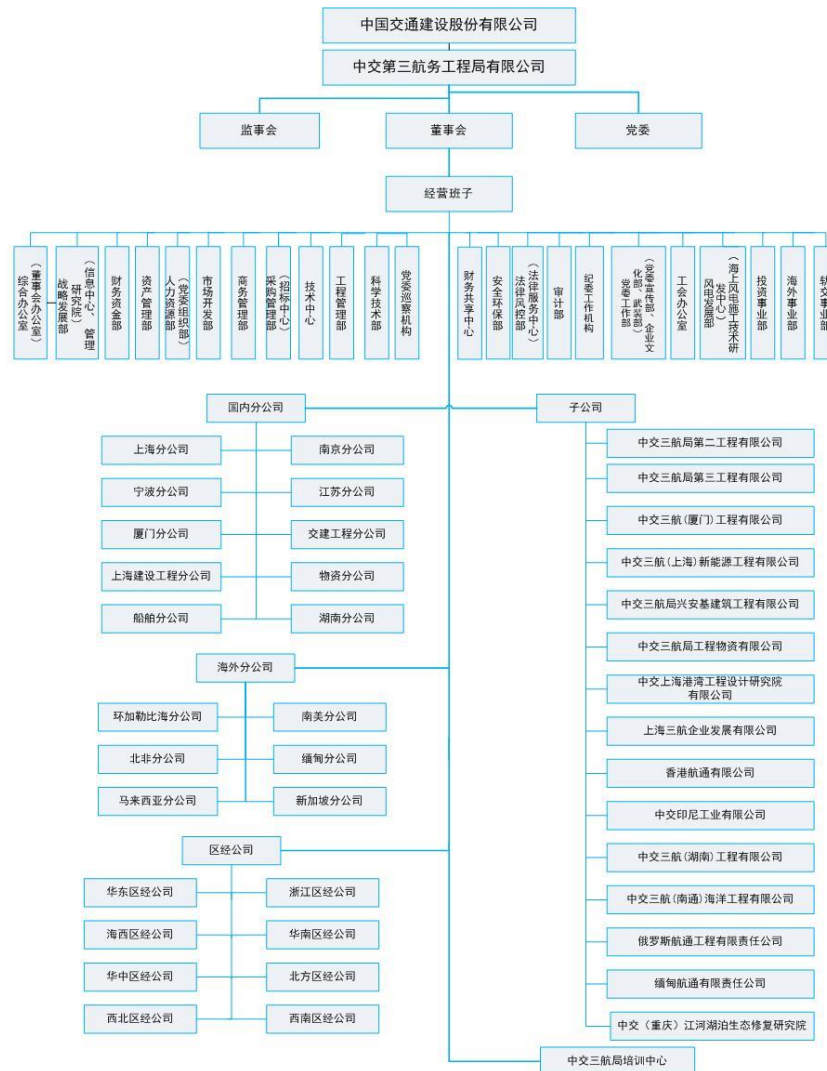
公司与实际控制人关系图



注：根据中交三航局提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中交三航局提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

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	2020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	4,460.19	1,239.65	6,275.86	193.49	138.51
中交第三航务工程局有限公司	中交三航局	本级	—	路桥、铁路、港口等建筑施工	132.84	122.05	392.84	7.24	30.64
中交三航局工程物资有限公司	物资公司	子公司	100	建筑材料、金属材料、船舶销售等	1.36	1.32	1.61	0.04	14.48
中交三航局第二工程有限公司	第二工程	子公司	100	航务水工、土建、建筑设备安装等	0.50	3.09	5.74	0.07	7.58
中交三航局第三工程有限公司	第三工程	子公司	100	市政、公路、铁路、航务等建筑工程	0.01	11.09	10.79	0.59	15.18
中交三航（龙海）建设投资有限公司	龙海建投	项目公司	70	市政、公路、铁路、航务等建筑工程	2.36	2.82	0	0.08	2.53
中交三航宿迁城市投资建设有限公司	宿迁城建	项目公司	80	公路、工业与民用建筑、港口与航务等	3.39	2.64	0.03	0.09	2.13

注：根据中交三航局 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
截至 2021 年 3 月公司中标【并表+非并表】PPP 项目情况统计表（单位：亿元）

项目名称	最终业主方	SPV 公司名称	公司持股比例(%)	是否并表	合同签订日期	项目收益率/投资回报率/利润率(%)	建设期+运营期(年)	合同额		项目公司债权融资情况		项目资本金		累计完成投资额	累计结算	累计回款	入库情况
								项目投资总额	公司签订合同额	债权融资总额	项目贷获批情况	公司出资部分	累计完成投资				
并表项目																	
金坛市城乡基础设施综合项目	常州金沙城市开发有限公司	常州金坛中交投资建设有限公司	67.00%	是	2015.1	10.00	7	27.42	16.00	8.48	获批	1.26	1.26	12.25	-	10.15	一般入库
龙海市南太武高新技术产业园区基础	龙海市南太武高新技术产业园区管理委员会	中交三航（龙海）建设投资有限公司	70.00%	是	2016.12	7.90	10	9.62	9.62	6.73	获批	2.41	1.89	3.80	4.54	0.20	国家示范库
长春片区棚户区改造开发建设 PPP 项目	安康市住房和城乡建设局	安康中交三航建设投资有限公司	70.00%	是	2016.12	-	13	15.30	-	10.71	获批	3.20	2.76	3.35	1.10	0.43	省级示范库
104 国道温州西过境永嘉张堡至瓯海桐岭段改建工程（鹿城段）PPP 项目	温州市鹿城区交通运输局	温州中交三航局建设发展有限公司	100.00%	是	2017.8	9.00	13	15.30	15.33	9.40	获批	2.50	2.50	1.90	5.53	2.60	一般入库
湘潭县交通基础设施建设 PPP 项目	湘潭县交通运输局	湘潭县中交投资建设管理有限公司	75.00%	是	2017.1	12.50	16	20.87	15.53	15.65	获批	39.10	2.78	4.06	6.06	0.00	一般入库
宿迁市宿豫区交通服务综合体 PPP 项目	宿豫区交通运输局	中交三航宿迁城市建设投资有限公司	80.00%	是	2017.8	10.00	17	14.40	10.04	5.50	获批	2.50	2.00	4.12	5.23	2.06	一般入库
漳州芗城区纵四线、联十线过境段公路 PPP 项目	漳州市芗城区交通运输局	漳州三航建设投资有限公司	98.00%	是	2018.5	6.50	12.5	12.78	12.52	8.94	获批	3.80	3.72	5.02	8.90	0.50	一般入库
龙海市南太武滨海新城基础设施一期工程（启动区）PPP 项目	福建龙海经济开发区管委会	福建三航投资有限公司	90.00%	是	2018.6	7.90	17	23.26	8.66	6.74	获批	0.58	3.60	3.81	7.59	0.05	一般入库
湖南株洲市清水塘老工业区产业新城整体开发 PPP 项目	株洲市住房和城乡建设局	株洲中交清水塘投资开发有限公司	70.00%	是	2018.12	6.90	20	80.80	-	64.64	获批	11.31	3.15	2.98	7.15	0.00	一般入库
乌鲁木齐市克拉玛依路-南湖东西路高架、东延道	乌鲁木齐市建设委员会	乌鲁木齐中交道路交通有限公司	70.00%	是	2017.1	6.00	11	30.44	-	48.00	获批	0.84	4.73	12.80	13.98	3.01	一般入库

项目名称	最终业主方	SPV 公司名称	公司持股比例(%)	是否并表	合同签订日期	项目收益率/投资回报率/利润率(%)	建设期+运营期(年)	合同额		项目公司债权债务情况		项目资本金		累计完成投资额	累计结算	累计回款	入库情况
								项目投资总额	公司签订合同额	债权融资总额	项目贷获批情况	公司出资部分	累计完成投资				
路工程(二期)项目																	
岱山县燕窝山陆岛交通码头及防波堤工程 PPP 项目	岱山县人民政府授权的岱山县交通运输局	岱山三航建设发展有限公司	70.00%	是	2019.1	-	15	6.89	5.35	-	获批-	1.72	0.47	2.72	0.00	0.00	一般入库
徐圩新区达标尾水排海工程	国家东中西部区域合作示范区(连云港徐圩新区)规划建设局	连云港三航建设发展有限公司	90.00%	是	2019.1	7.78	20	7.74	7.74	-	-	0.85	0.85	0.02	-	0.00	一般入库
非并表项目																	
宁波舟山港梅山港区沈海高速连接线(象山湾疏港高速)昆亭至塘溪段工程 PPP 项目	宁波市交通运输局	宁波中交象山湾疏港高速公路有限公司	1.00%	是	2019.3	-	29	77.11	-	-	获批	0.31	0.31	-	-	0.00	一般入库
扬州市空港新城影视文化产业基地片区开发建设 PPP 项目	扬州市空港新城委员会	扬州中交光线投资有限公司	60.00%	否	2019.7	8.00	23	71.84	71.84	-	-	11.40	1.77	0.13	-	0.00	一般入库
国际川菜小镇项目	四川省供销社联合社	成都绿城川菜小镇实业有限公司	9.00%	否	2019	10.30	25	200.00	18.00	-	获批	0.45	0.45	-	-	0.00	-
南安生态城项目	南安市土地储备中心	中交南翼投资有限公司	37.50%	否	2017.1.5	-	10	34.13		-	获批	0.95	0.95	-	-	0.15	-
乌背山科技产业园项目	江苏省句容经济开发区管委会	中交句容建设发展有限公司	30.00%	否	2018	-	14	50.00	15.00	-	获批	3.60	0.30	-	-	0.00	-
常州天宁经开区融合发展区域综合开发项目	天宁区建设局	常州中交建设发展有限公司	32.00%	否	2016.12	5.00	18	75.00	-	56.00	获批	6.38	6.38	-	-	0.00	-
盐城快速路网三期工程	盐城市交通运输局	中交盐城建设发展有限公司	30.77%	否	2018.4	-	15	57.80	-		获批	11.56	3.34	-	-	0.00	-

注：根据中交三航局所提供的资料整理。

附录五：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	523.75	611.86	712.13	756.21
货币资金 [亿元]	36.63	35.46	53.52	38.26
刚性债务[亿元]	165.06	181.18	218.73	224.55
所有者权益[亿元]	97.49	116.69	136.01	138.21
营业收入[亿元]	321.31	368.04	418.65	107.94
净利润[亿元]	2.79	3.91	2.70	1.31
EBITDA[亿元]	13.94	18.52	18.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.00	3.69	11.13	-31.32
投资性现金净流入量[亿元]	-20.48	-21.08	-27.40	-12.38
资产负债率[%]	81.39	80.93	80.90	81.72
权益资本与刚性债务比率[%]	59.06	64.41	62.18	61.55
流动比率[%]	98.67	89.15	82.02	80.76
现金比率[%]	10.59	8.23	10.99	7.44
利息保障倍数[倍]	1.51	1.57	1.32	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	167.48	88.68	187.72	—
毛利率[%]	8.27	8.87	7.63	7.72
营业利润率[%]	0.84	1.18	0.76	1.33
总资产报酬率[%]	1.65	2.18	1.89	—
净资产收益率[%]	2.98	3.65	2.14	—
净资产收益率*[%]	3.00	3.77	2.18	—
营业收入现金率[%]	95.74	101.74	97.02	107.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.82	0.93	2.42	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.25	-3.77	-3.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.53	2.35	1.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.09	—

注：表中数据依据中交三航局经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	4	
		市场竞争	1	
		盈利能力	7	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	1	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	3	
		负债结构与资产质量	5	
		流动性	8	
		个体风险状况		2
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		上调	
主体信用等级			AAA	

附录八：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年11月16日	AAA/稳定	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 信用评级指标打分表	报告链接
	前次评级	2021年3月24日	AAA/稳定	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA/稳定	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (18中交三航MTN001)	历史首次评级	2017年11月16日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 信用评级指标打分表	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (18中交三航MTN002)	历史首次评级	2018年10月10日	AAA	武嘉妮、韩浩	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (20中交三航MTN001)	历史首次评级	2020年11月6日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (20中交Y1)	历史首次评级	2020年6月24日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AAA	宋昶瑶、高珊	新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。