



中电建路桥集团有限公司 2024 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1598 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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。中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务和 ESG 债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	中电建路桥集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21DJLQ02”、“21DJLQ03”、“21DJLQ04”、“21 中电路桥 GN001”、“22DJLQ01”、“22 中电路桥 MTN002”、“22 中电路桥 MTN003”、“22 中电路桥 MTN004”、“23 路桥 YK01”、“23 路桥 YK02”、“23 路桥 YK03”、“23 路桥 YK04”和“23 中电路桥 MTN001”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级展望	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中电建路桥集团有限公司（以下简称“电建路桥”或“公司”）作为中国电力建设股份有限公司（以下简称“电建股份”）体系内重要基础设施投资建设平台、保持很高的市场地位与业务准入壁垒、股东支持力度较大、项目储备较充足、持续完善区域布局和业务模式及融资渠道畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到 2023 年收入规模有所下降、减值损失对利润形成侵蚀、债务规模持续攀升、财务杠杆处于较高水平以及在手项目后续仍有较大投资压力、需关注未来运营效益、回款和资金平衡情况等因素可能对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级观点	中诚信国际认为，中电建路桥集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：投融资项目运营和回款状况显著不及预期，债务规模过度扩张导致流动性压力增大；股东支持明显弱化等。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 作为电建股份体系内重要基础设施投资建设平台，保持很高的市场地位与业务准入壁垒，股东支持力度较大 ■ 项目储备较充足，持续完善区域布局和业务模式 ■ 融资渠道畅通，具有极强的财务弹性 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 2023年收入规模有所下降，减值损失对利润形成侵蚀 ■ 债务规模持续攀升，财务杠杆处于较高水平 ■ 在手项目后续仍有较大的资本支出压力，需关注未来运营效益、回款和资金平衡情况 		

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn
项目组成员：毛 铭 mmao@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

电建路桥（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,875.50	2,236.06	2,428.79	2,500.01
所有者权益合计（亿元）	453.15	491.04	511.66	515.19
负债合计（亿元）	1,422.34	1,745.03	1,917.13	1,984.83
总债务（亿元）	1,065.80	1,354.90	1,547.17	1,628.71
营业总收入（亿元）	439.15	471.01	422.75	78.73
净利润（亿元）	11.43	10.80	6.30	0.44
EBIT（亿元）	42.03	44.33	50.10	--
EBITDA（亿元）	53.82	65.42	83.94	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.85	15.34	-13.59	-29.40
营业毛利率（%）	11.04	12.16	13.12	18.35
总资产收益率（%）	--	2.16	2.15	--
EBIT 利润率（%）	9.57	9.41	11.85	--
资产负债率（%）	75.84	78.04	78.93	79.39
总资本化比率（%）	73.94	76.62	79.62	80.30
总债务/EBITDA (X)	19.80	20.71	18.43	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.03	1.19	1.38	--
FFO/总债务 (X)	0.03	-0.01	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据电建路桥提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；3、2024 年一季度末的受限货币资金未进行调整。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	实收资本 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
中交投资	1,534.40	68.10	125.00	130.59	20.38
中国铁建投资	1,730.62	76.95	120.67	532.72	30.65
电建路桥	2,428.79	78.93	90.00	422.75	6.30

中诚信国际认为，电建路桥与行业可比公司均具有明确的业务职能定位、且项目储备充足、业务结构较为多元化，综合实力很强，业务规模与前述企业相比较较大，但盈利能力偏弱，总债务上升较快，财务杠杆偏高。

注：“中交投资”为“中交投资有限公司”简称；“中国铁建投资”为“中国铁建投资集团有限公司”简称。

本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21DJLQ02	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	9/9	2021/07/26~2024/07/26	--
21DJLQ03	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	6/6	2021/07/26~2026/07/26	--
21DJLQ04	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	10/10	2021/09/24~2024/09/24	--
21 中电路桥 GN001	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	12/12	2021/12/16~2024/12/16	--
22DJLQ01	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	5/5	2022/06/01~2025/06/01	--
22 中电路桥 MTN002	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	10/10	2022/08/08~2025/08/08 (3+N)	持有人救济、续期选择权、 调整票面利率、递延支付利 息、偿付顺序、赎回
22 中电路桥 MTN003	AAA	AAA	2023/6/15 至 本报告出具日	10/10	2022/08/29~2025/08/29 (3+N)	持有人救济、续期选择权、 调整票面利率、递延支付利 息、偿付顺序、赎回

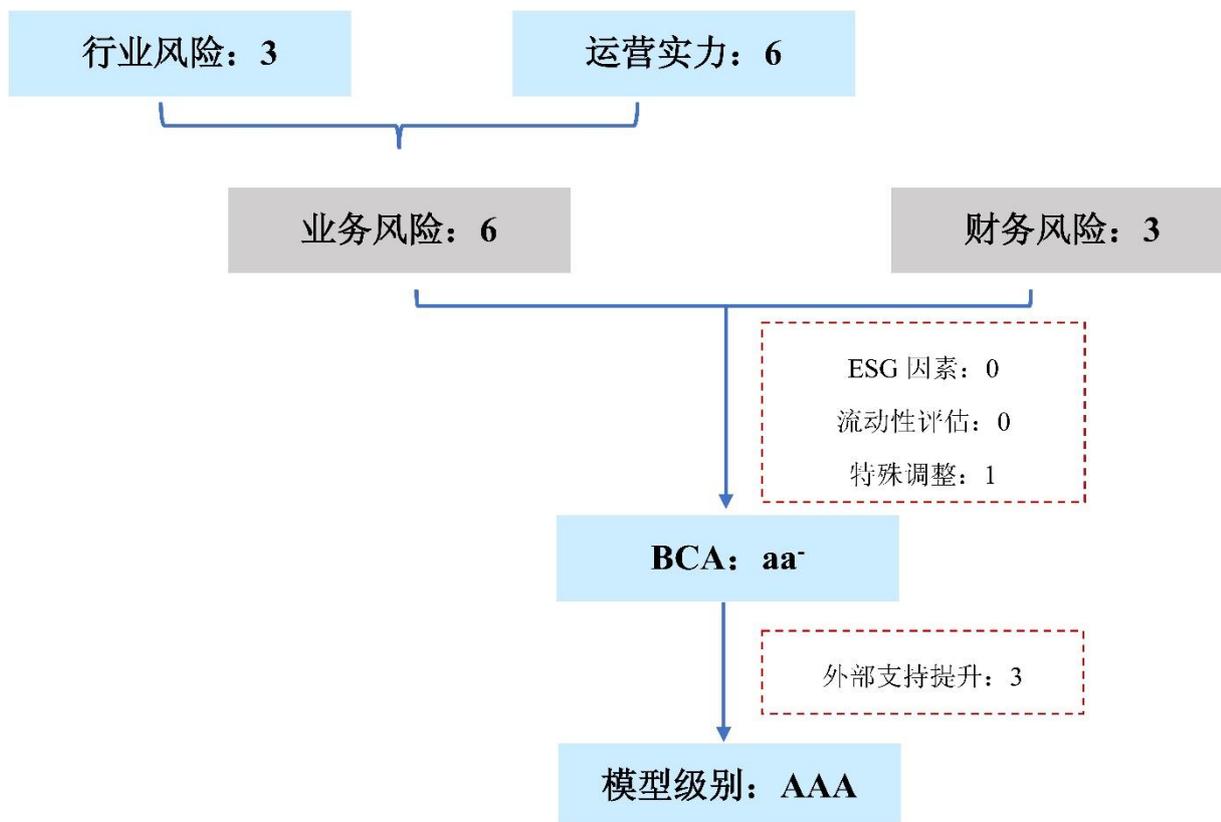
22 中电路桥 MTN004	AAA	AAA	2023/6/15 至本报告出具日	10/10	2022/10/26~2025/10/26 (3+N)	持有人救济、续期选择权、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回
23 路桥 YK01	AAA	AAA	2023/6/15 至本报告出具日	13/13	2023/04/27~2026/04/27 (3+N)	续期选择权、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回、偿债保障承诺
23 路桥 YK02	AAA	AAA	2023/6/15 至本报告出具日	5/5	2023/06/27~2026/06/27 (3+N)	续期选择权、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回、偿债保障承诺
23 路桥 YK03	AAA	AAA	2023/7/19 至本报告出具日	8/8	2023/08/03~2026/08/03 (3+N)	续期选择权、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回、偿债保障承诺
23 路桥 YK04	AAA	AAA	2023/8/17 至本报告出具日	10/10	2023/08/28~2026/08/28 (3+N)	续期选择权、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回、偿债保障承诺
23 中电路桥 MTN001	AAA	AAA	2023/11/15 至本报告出具日	7/7	2023/11/22~2025/11/22 (2+N)	持有人救济、调整票面利率、递延支付利息、偿付顺序、赎回

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
电建路桥	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/9/1 至本报告出具日

● 评级模型

中电建路桥集团有限公司评级模型打分(C180000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 由于电建路桥作为建筑投资平台, 因业务性质导致收入规模与施工企业相比偏小, 但公司是电建股份下属国内最大的基础设施投资平台, 在投融资引领和带动各工程局施工总承包业务发展方面起到重要作用。

外部支持: 公司控股股东电建股份是大型建筑央企, 具有极强的竞争力。公司在体系内以投融资带动工程总承包的战略地位决定了其能够获得电建股份在技术、人才、项目以及资金等多方面的持续大力支持, 跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年地产行业景气度低位震荡和政府化债进度等因素较大程度地拖累了建筑业总产值增长，行业效益继续下滑。稳增长政策持续加码，将为建筑业带来结构性机会，但在下游回款及投资需求未得到实质改善的前提下，2024 年建筑行业增长或继续承压，行业内民营企业和弱资质、弱区域地方国企信用实力的变化需重点关注。

按产值构成来看，房屋建筑业和土木工程建筑业产值占比分别约为 60%和 30%左右。房建方面，2023 年以来在“保交付”政策支撑下，房屋竣工面积实现阶段性增长，但新开工面积持续负增长，当年固定资产投资中房地产投资增速同比下降 8.10%，且房地产新开工面积占建筑业新开工面积的比重进一步下降，对建筑业需求端贡献度持续弱化。同时，在房地产行业尚处于底部修复期的背景下，房企开工、投资或难有明显改善，涉房业务较多的建筑企业在项目拓展及工程回款方面面临较大压力，且流动性风险已传导至部分上游建筑企业。此外，国务院及住建部等部门均提出未来要加大保障性住房建设和供给，我国住房供应体系或将发生变化，房地产行业将出现商品房和保障房并重的格局，建筑企业房建业务内部结构占比将随之变化。

从基础设施建设来看，在房地产行业深度调整、地方财政和债务压力加大的现实背景下，2023 年基础设施投资增速同比下降 3.5 个百分点。为了防控化解地方政府债务风险，中央推出了“一揽子化债方案”，建筑企业工程回款情况得到一定程度改善；同时，中央强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，建筑企业在重大水利工程、生态保护和修复以及保障性租赁住房、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”等领域仍存在结构性投资机会。

但整体来看，受下游行业景气度和资金情况等拖累，2023 年建筑业总产值增速进一步下行。考虑到目前大部分化债手段主要解决短期流动性问题，长期债务化解仍需要在财政和货币政策的实施中着眼提高投入产出效率，因此在当前地方政府仍处于资金紧平衡状态和房地产仍处于底部修复期的背景下，2024 年建筑业总产值增速大幅提升概率仍较低。同时，多数建筑企业在市场拓展、垫资和回款等方面面临的压力上升，尾部弱资质企业加速出清，民企和弱区域弱资质地方国企的信用风险变化需重点关注。

详见《中国建筑行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10946?type=1>

中诚信国际认为，2023 年以来，公司作为电建股份体系内重要基础设施投资建设平台，保持很高的市场地位与业务准入壁垒，资质及技术实力强；持续完善国内区域布局以及多种运营模式并举的业务布局，多元化程度较高；充足的项目储备可为业务经营提供有力支撑，但仍有资本支出压力，需重点关注在手项目运营效益、新增产业发展及资金平衡情况。

2023 年以来，公司产权和治理结构无较大变化，两会一层部分人员发生变动，取得及处置子公司对业务结构无重大影响，战略方向较为明确。

截至 2024 年 3 月末，公司实收资本为 90 亿元，控股股东电建股份直接持股比例为 39.52%，通过下属工程局合计持股比例为 79.62%，中国电力建设集团有限公司（以下简称“电建集团”）是电建股份的控股股东，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”）。

2023 年以来，公司治理结构较为稳定，部分董事和高级管理人员发生变更，系正常人事调整，对公司经营不产生重大不利影响。

2023 年以来，公司未发生对合并范围及业务结构产生重大影响的投资、资产整合和剥离行为。

公司将加大对产业链完善性业务、市场拓展和资源整合类以及战略性新兴产业等项目的投资力度，打造以国内一流的基础设施投资商、绿色建材提供商、城市发展服务商、工程建设承包商、生态环境集成商、产业发展营运商为支撑的“六商路桥”。

跟踪期内，公司持续完善国内区域布局并积极考察海外项目，项目承揽能力较优；2023 年新签以投资类合同为主的合同额同比下降，但在手合同额较为充足并拓展新产业，可为后续经营发展提供较好支撑；同期公司加强回款管理和资产处置，但投资类项目仍有资本支出压力，需关注在手项目运营效益、新增绿色砂石业务投资回报及整体资金平衡情况。

公司作为电建股份系统内最大的基础设施投资建设平台，在体系内承担着以投资引领施工总承包业务发展的重要任务，保持很高的市场地位，业务涉及高速公路、市政、铁路、地铁、桥梁、隧道、房建等多个领域，具备较高的准入壁垒。公司拥有多项资质、国家实用新型和发明专利、国家级和省部级工法等²，资质及技术实力较强。

公司凭借较强的品牌优势，重大项目承揽能力保持较优水平，2023 年受建筑行业竞争加剧及政策变化等因素影响，投资类项目为主的新签合同额继续下降³，但在手合同额仍较为充足，可为其后续业务经营提供较好支撑；同时公司继续承揽一定规模的竞争类项目⁴以缓解投资压力。项目实施方面，公司在基础设施投融资领域保持很强的业务实施能力，2023 年以来稳步推进项目建设，履约情况良好。区域布局方面，目前公司基础设施业务已覆盖国家重大战略及环渤海经济区、海峡经济区等重点区域，其中成渝、中原、山东半岛、陕西、福建等省份占比较高，目前公司已重点加大对长三角、珠三角等区域的市场开发力度，同时，正积极考察洽谈马来西亚等海外市场的项目合作，持续扩展国内外布局。

¹ 公司董事会成员共 11 人，其中电建股份向股东会推荐 4 人，董事长由董事会在电建股份提名的董事中过半数选举产生。跟踪期内，周铁军同志不再担任公司董事、总经理，由赵同生同志担任公司董事、总经理（暂未完成工商变更）。

² 公司拥有公路工程施工总承包特级，市政公用工程和建筑工程施工总承包壹级，桥梁工程、隧道工程专业承包壹级以及公路行业工程设计甲级等多项资质，在高速铁路、高速公路领域取得多项国家实用新型和发明专利、多项国家级和省部级工法。

³ 2023 年主要新签项目包括沈阳汽车城产城融合示范区建设工程 EPC 总承包合同（74.91 亿元）、新疆 STHNMHGS 工程投资人+施工总承包 II 标合同（50.86 亿元）、龙口市高铁新城片区开发项目投资合作协议（49.08 亿元）等。

⁴ 公司竞争类项目主要为传统的工程施工项目，由公司通过公开招投标获取，之后综合考虑项目施工资质要求、地理位置等因素，委托给电建股份集团内的工程局进行建设。在建设期内，公司仅对项目履约进度进行监督并作出年度评价，不直接参与项目建设，利润主要来源于向各施工单位收取的管理费。

表 1：近年来公司投资类和竞争类项目总体经营情况（亿元）

	2021	2022	2023
新签投资类项目总额	679.41	643.22	544.07
新签竞争类项目总额	223.55	67.25	109.76
合计	902.96	710.47	653.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

按运营模式看，公司在手项目主要包括 BT、BOT 和 PPP 三大类，其中，受国家和政府相关政策导向影响，近年来已无新增 BT 项目，在手 BT 项目均进入回购后期。截至 2023 年末，公司在手 BT 项目计划总投资额 715.68 亿元，累计完成投资 619.44 亿元，累计回购金额约 580 亿元，其中 2023 年收到回购款 36.37 亿元。2024 年 BT 项目预计投资额和收到回购额分别为 8.03 亿元和 50.25 亿元，由于 BT 项目先期垫付资金规模较大，回款情况受到地方政府资金情况影响，中诚信国际对后续回购进展保持关注。

表 2：近年来公司 BT 项目投资和回购情况（亿元、X）

	2021	2022	2023
投资额	4.24	1.56	2.64
回购额	23.63	14.67	36.37
回购额/投资额	5.57	9.40	13.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

BOT 业务是公司的核心经营模式之一，主要依靠投资建成后在特定期限内运营管理来收回投资成本，以控股模式为主，由于前期各地大力推动 PPP 模式影响，2017 年度以后无新增 BOT 项目。PPP 业务方面，随着 PPP 项目规范政策密集出台、行业进入严监管周期，2023 年无新签 PPP 项目。2024 年，公司 BOT 和 PPP 项目预计投资 86.43 亿元，投资节奏放缓，随着项目的逐步推进，仍将承受资本支出压力。

表 3：截至 2023 年末公司在手控股 BOT 及 PPP 项目投资情况（亿元、个）

项目类别	项目个数	预计	累计	2023 年	2024 年	回报方式
		投资总额	投资总额	完成投资额	预计投资额	
BOT	4	709.83	666.57	103.25	37.89	使用者付费、政府补贴
PPP	46	1,232.20	1,021.82	70.76	48.54	政府付费、可行性缺口补助
合计	50	1,942.03	1,688.39	174.01	86.43	--

注：原重庆江习 BOT 项目转入 PPP 项目核算，小部分 PPP 项目出表令项目个数较往年有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从规模来看，公司在手项目仍集中于公路类及市政类。2023 年以来公司加快建设绿色砂石产业链，完善供应链，2023 年绿色砂石类项目新增投资额 98.63 亿元⁵，新增绿色砂石业务收入 8.54 亿元，虽对总体利润贡献较为有限，但进一步提升了业务规模和多元化程度。此外，2023 年以来公司投资类项目多采用股权、合伙及基金等参股形式进行，上述项目投资周期较短，一定程度上能够缓解公司投资压力，并较好的实现投资带动总承包职能。

项目运营方面，公司控股的通车高速公路分为 BOT 项目和 PPP 项目，其中，建个元高速自 2022 年开始运营后，车流量和通行费收入持续增长，其他控股通车高速公路 2023 年以来整体运行情况较为稳定，车流量和通行费收入同比变动不大。由于路网尚处于培育期等因素，通行费和运营补贴暂时无法覆盖较高的利息支出及摊销费，加之云南晋红高速 2023 年因政府补贴回款时间和

⁵ 主要为云浮牛栏坑矿山项目投资 37.83 亿元及台山市赤溪镇蕉湾顶花岗岩项目投资 34.12 亿元。

金额不确定而计提减值⁶，使得公司控股的通车高速公路 2023 年亏损加大。公司绝大多数 PPP 项目为非高速公路项目，截至 2023 年末，公司共有 25 个控股非高速公路 PPP 项目进入运营期，上述项目均为政府付费项目，2023 年总体实现利润总额 3.00 亿元。由于公司较多 PPP 项目仍处于建设期，项目前期投资大、回收周期长，后期运营效果存在不确定性，需关注后续投资运营和政府付费及时性情况。此外，2023 年以来公司完成温岭和贾鲁河等项目的股权处置工作，进行资产盘活。整体来看，2023 年公司 BOT、PPP 项目回款以及处置项目回款金额有所下降，但仍可为后续投资进行一定资金储备，中诚信国际将对公司各运营项目未来运营效益及资产处置情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年受行业竞争加剧及新签合同转化率较低等影响，电建路桥营业总收入和经营性业务利润同比下降，且非经常性损益对利润仍有所侵蚀，需关注盈利稳定性；跟踪期内，资产、负债规模持续增长，但应收款项对资金占用较大，需关注款项回收情况；债务规模持续增加，财务杠杆处于较高水平，整体偿债压力较大，但债务期限结构合理，且极强的财务弹性能为债务偿还提供支持。

盈利能力

2023 年公司新增小额绿色砂石业务收入，但受行业竞争加剧及新签合同转化率较低等影响，工程承包业务收入下降拉低公司营业总收入。投资类和竞争类项目实现较好毛利率增长，带动公司营业毛利率较上年同期回升。由于营业总收入下降幅度略大，期间费用增加，同期公司经营性业务利润同比下降，加之参股重庆渝广高速等项目亏损带来的投资损失以及云南晋红高速等项目回款进度不及预期项目计提长期应收款减值等形成的信用减值损失对利润带来负面影响，利润总额持续下滑。2024 年一季度公司营业总收入和利润总额同比分别下降 13.14% 和 52.76%⁷，需关注应收款减值对盈利稳定性的影响。

表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程承包	414.11	9.28	428.23	9.09	363.93	10.89	63.79	15.65
其中：投资类	323.66	9.32	226.19	10.34	173.92	11.93	36.58	19.30
竞争类	90.45	9.14	202.04	7.69	190.01	9.95	27.21	10.73
勘测设计	0.02	-175.55	0.34	72.56	0.10	20.00	0.03	-
绿色砂石	-	--	-	--	8.54	8.67	1.19	-13.44
其他	25.02	40.36	42.44	42.63	50.19	30.01	13.72	33.67
营业总收入/营业毛利率	439.15	11.04	471.01	12.16	422.75	13.12	78.73	18.35

注：1、数据因四舍五入存在尾数差异；2、公司其他收入主要系 BT、BOT、PPP 等项目运营收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

2023 年以来，公司以非流动资产为主的总资产随投融资规模扩张保持增长态势，主要为项目相关应收款项和特许经营权等；此外，对参股项目公司投资增加带动长期股权投资持续增长，对砂

⁶ 2023 年云南晋红高速计提减值 2.75 亿元（此处为业务口径，财务报表统计口径和业务统计口径有差异）。

⁷ 2024 年一季度，因项目回购款存在延期支付等问题，出于谨慎性原则，公司对合同资产计提减值（少部分项目由于业主尚未完成竣工审计和验收，计入合同资产，未转到应收科目）。

石项目投资增加致使在建工程有所增加。截至 2024 年 3 月末，公司各类应收款项⁸增长至 737.12 亿元，占总资产的 29.48%，对资金占用较大，近年来公司信用减值规模有所增加，需关注项目款项回收情况。随投资建设项目资金需求增加，以总债务为主的总负债规模继续攀升，同期末长期债务占比较高，债务期限结构较为合理，且有助于公司资金调配、把控投资节奏，降低债务集中偿付风险，但持续上升的债务规模增加了控制债务的难度，同时对其资金管理能力提出了更高要求。资本结构方面，2023 年公司发行一定规模永续债推升权益规模⁹，跟踪期内，财务杠杆仍持续上升且处于高位。

现金流及偿债情况

2023 年以来，受外部环境影响公司项目回款有所下降，经营活动现金流由正转负，因建筑行业资金收支的季度性特征，2024 年一季度经营活动净流出规模继续扩大；同期随着投融资建设等业务开展投资支出同比明显下降，投资活动净流出规模及筹资活动净流入规模同比大幅减少。但受债务规模持续扩张影响，各项偿债指标仍偏弱。整体来看，公司投融资建设的业务模式使其对外部融资的依赖性较大，整体偿债压力较大。截至 2024 年 3 月末，公司共获得金融机构授信 4,021.69 亿元，尚未使用授信额度为 2,149.75 亿元，考虑到公司具备畅通的融资渠道，充足的备用授信额度，财务弹性极强，能够对偿债资金提供支撑。资金管理方面，公司按照控股股东要求，在满足公司日常经营资金需要的前提下，将资金归集到财务公司，并设立资金管理中心专门负责资金统筹安排。

表 5：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营性业务利润	23.25	24.60	20.34	6.97
资产减值损失	0.01	0.07	0.60	3.55
信用减值损失	-2.10	5.32	5.89	2.12
投资收益	-8.02	-4.74	-4.49	-0.50
利润总额	17.15	14.52	9.33	0.75
EBIT 利润率	9.57	9.41	11.85	--
货币资金	21.53	29.61	23.29	51.78
其中：应收资金集中管理款	5.32	4.62	3.61	3.06
其他应收款	33.48	40.24	29.39	32.44
长期应收款	132.60	167.19	194.11	210.62
长期股权投资	84.66	88.53	106.60	106.70
在建工程	1.30	20.02	37.94	39.32
无形资产	1,119.68	1,339.71	1,447.01	1,461.54
其他非流动资产	312.84	354.83	365.94	364.03
总资产	1,875.50	2,236.06	2,428.79	2,500.01
总负债	1,422.34	1,745.03	1,917.13	1,984.83
短期债务/总债务	10.08	12.43	14.93	16.40
总债务	1,065.80	1,354.90	1,547.17	1,628.71
所有者权益合计	453.15	491.04	511.66	515.19
资产负债率	75.84	78.04	78.93	79.39
总资本化比率	73.94	76.62	79.62	80.30
现金周转天数	-137.23	-119.81	-129.79	-187.47
经营活动产生的现金流量净额	-6.85	15.34	-13.59	-29.40

⁸ 包括应收账款、其他应收款、长期应收款、一年内到期的非流动资产，以及业主未确认项目应收款为主的合同资产和其他非流动资产。

⁹ 截至 2024 年 3 月末，公司少数股东权益占所有者权益的 50.71%，占比较高。

投资活动产生的现金流量净额	-169.21	-315.70	-192.11	-33.55
筹资活动产生的现金流量净额	167.23	307.25	197.89	91.09
EBITDA 利息保障倍数	1.03	1.19	1.38	--
FFO/总债务	0.03	-0.01	-0.03	--
总债务/EBITDA	19.80	20.71	18.43	--
货币等价物/短期债务	0.20	0.17	0.09	--

注：1、中诚信国际在分析时将应收资金集中管理款计入货币资金；2、2024 年一季度末的受限货币资金未进行调整，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值 1,051.86 亿元，其中，受限无形资产、其他非流动资产、货币资金和合同资产分别为 960.52 亿元、86.96 亿元、2.97 亿元和 1.42 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 37.42 亿元，主要系关联方提供的担保；截至 2024 年 3 月末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司本部提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 4 月末，公司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¹⁰

假设

- 2024 年，电建路桥新签合同额规模较稳定，营业收入有所提升，减值损失对利润有所侵蚀。
- 2024 年，电建路桥新签融建类项目净投资支出规模保持稳定。
- 2024 年，电建路桥债务规模随着融建类项目投资支出而上升。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	76.62	79.62	80~83
总债务/EBITDA(X)	20.71	18.43	18~20

资料来源：中诚信国际根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

ESG¹¹表现方面，电建路桥主要面临着生产经营可能发生安全事故及对生态环境产生损害的问题。对此，公司设立安全环保部加强施工安全管理及生态环境保护管理，2023 年以来无重、特大安全事故发生；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG

¹⁰ 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。

¹¹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，2023 年以来，电建路桥经营获现能力较弱，但具备多种融资渠道和较强的对外融资能力，能够为其提供较好财务弹性，未来处置资产资金回流亦可对项目资金支出提供一定支撑。公司资金流出主要用于项目投建支出以及债务还本付息，面临较大资本性支出压力，债务结构以长期债务为主，集中兑付压力较小。综上所述，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。**特殊调整方面**，中电路桥作为建筑投资平台，因业务性质导致收入规模与施工企业相比偏小，但公司是电建股份下属国内最大的基础设施投资平台，在投融资引领和带动各工程局施工总承包业务发展方面起到重要作用。

外部支持

公司在电建股份体系内具有重要的战略地位，能够获得股东在资金和业务等方面的大力支持。

公司控股股东电建股份是国务院国资委实际控制的大型央企，在水利水电设计建设领域以设计建成和在建规模、技术能力稳居世界第一而成为行业的龙头企业，在我国电力、水利勘测设计行业的科研、标准化工作中发挥着主导作用，承担了国内 80% 以上大型水电站的规划设计任务，行业地位突出，具有极强的竞争力。公司作为电建股份下属国内最大的基础设施投资平台，战略地位很高，近年来多次获得股东注资，提升资本实力，同时能持续获得股东项目承揽、资金方面等大力支持。

跟踪债券信用分析

“21DJLQ02”、“21DJLQ03”、“21DJLQ04”、“21 中电路桥 GN001”、“22DJLQ01”、“22 中电路桥 MTN002”、“22 中电路桥 MTN003”、“22 中电路桥 MTN004”、“23 路桥 YK01”、“23 路桥 YK02”、“23 路桥 YK03”、“23 路桥 YK04”和“23 中电路桥 MTN001”所募集资金全部使用完毕，均按用途使用。

“22 中电路桥 MTN002”、“22 中电路桥 MTN003”、“22 中电路桥 MTN004”、“23 路桥 YK01”、“23 路桥 YK02”、“23 路桥 YK03”、“23 路桥 YK04”和“23 中电路桥 MTN001”设置续期、赎回和票面利率选择权等条款，跟踪期内尚未触发上述条款，公司亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

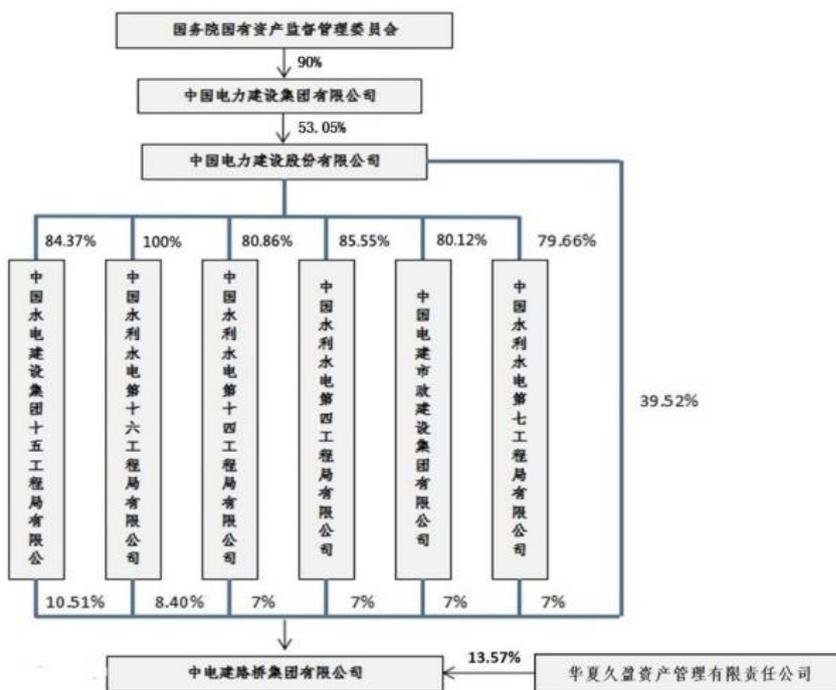
本次跟踪债项均未设置担保增信措施，“22 中电路桥 MTN002”、“22 中电路桥 MTN003”、“22 中电路桥 MTN004”、“23 路桥 YK01”、“23 路桥 YK02”、“23 路桥 YK03”、“23 路桥 YK04”和“23 中电路桥 MTN001”在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务，上述债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持体系内重要投资地位，虽然盈利水平受行业竞争影响较大，但考虑到公司融资渠道通畅、债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，“21DJLQ02”、“21DJLQ04”、“21 中电路桥 GN001”将于 2024 年内到期，集中到期压力不高，且超短期融资券可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中电建路桥集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

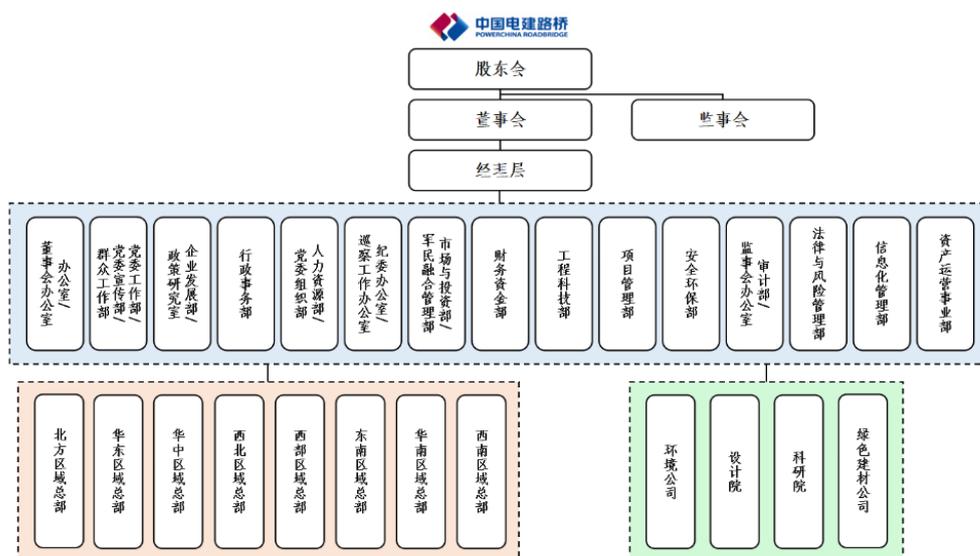
维持“21DJLQ02”、“21DJLQ03”、“21DJLQ04”、“21 中电路桥 GN001”、“22DJLQ01”、“22 中电路桥 MTN002”、“22 中电路桥 MTN003”、“22 中电路桥 MTN004”、“23 路桥 YK01”、“23 路桥 YK02”、“23 路桥 YK03”、“23 路桥 YK04”和“23 中电路桥 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

附一：中电建路桥集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



截至 2024 年 3 月末公司部分主要子公司情况（%、亿元）

全称	业务性质	持股比例	注册资本
中电建（东营）投资发展有限公司	项目投资	49.90	10.00
中电建路桥集团南京步月建设发展有限公司	项目投资	90.00	0.50
中电建路桥集团扬州建设发展有限公司	项目投资	60.00	3.00



资料来源：公司提供

附二：中电建路桥集团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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	215,287.81	296,140.66	232,911.90	517,756.86
应收账款	169,130.25	248,352.14	384,049.52	538,284.86
其他应收款	334,806.83	402,397.98	293,934.28	324,410.37
存货	24,101.79	3,470.19	3,942.15	3,128.42
长期投资	1,008,107.54	1,183,466.56	1,400,824.64	1,401,872.30
固定资产	104,147.34	119,202.75	115,002.33	113,736.58
在建工程	13,021.38	200,224.55	379,373.88	393,205.28
无形资产	11,196,761.26	13,397,082.31	14,470,064.51	14,615,420.99
资产总计	18,754,974.03	22,360,629.55	24,287,889.02	25,000,125.95
其他应付款	1,436,494.99	1,744,992.03	1,811,252.58	1,740,963.13
短期债务	1,073,887.25	1,684,283.66	2,309,244.10	2,670,319.82
长期债务	9,584,114.95	11,864,756.45	13,162,502.06	13,616,804.17
总债务	10,658,002.21	13,549,040.12	15,471,746.16	16,287,123.99
净债务	10,450,424.07	13,268,397.46	15,268,505.77	15,769,367.13
负债合计	14,223,444.26	17,450,262.53	19,171,327.41	19,848,254.39
所有者权益合计	4,531,529.78	4,910,367.02	5,116,561.62	5,151,871.56
利息支出	521,090.04	549,432.15	608,454.84	--
营业总收入	4,391,546.32	4,710,102.83	4,227,543.63	787,250.71
经营性业务利润	232,514.77	246,032.40	203,413.88	69,681.67
投资收益	-80,194.20	-47,436.29	-44,925.18	-4,952.34
净利润	114,264.61	108,032.84	63,024.18	4,356.88
EBIT	420,297.46	443,273.86	501,024.02	--
EBITDA	538,203.75	654,189.62	839,388.94	--
经营活动产生的现金流量净额	-68,493.95	153,382.04	-135,917.93	-293,988.87
投资活动产生的现金流量净额	-1,692,071.85	-3,157,004.90	-1,921,080.47	-335,534.69
筹资活动产生的现金流量净额	1,672,291.36	3,072,487.97	1,978,885.46	910,935.31
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	11.04	12.16	13.12	18.35
期间费用率(%)	5.69	6.88	8.41	9.52
EBIT 利润率(%)	9.57	9.41	11.85	--
总资产收益率(%)	--	2.16	2.15	--
流动比率(X)	0.37	0.36	0.32	0.37
速动比率(X)	0.37	0.36	0.32	0.37
存货周转率(X)	--	300.13	991.03	727.30*
应收账款周转率(X)	--	22.56	13.37	6.83*
资产负债率(%)	75.84	78.04	78.93	79.39
总资本化比率(%)	73.94	76.62	79.62	80.30
短期债务/总债务(%)	10.08	12.43	14.93	16.40
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.06	-0.03	-0.05	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.55	-0.24	-0.32	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-0.13	0.28	-0.22	--
总债务/EBITDA(X)	19.80	20.71	18.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.39	0.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.03	1.19	1.38	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	0.81	0.81	0.82	--
FFO/总债务(X)	0.03	-0.01	-0.03	--

注：1、2024 年一季报未经审计，且期末受限货币资金未进行调整，故相关指标失效；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：公司在建 BOT 项目概况及控股通车高速公路运营情况（截至 2023 年末）

截至 2023 年末公司在建 BOT 项目概况

项目名称	运营里程 (KM)	预计总投资 (亿元)	累计投资额 (亿元)	股权比例	施工周期 (年)	运营周期
广东中开 BOT	129.64	452.00	401.19	84.20%	6	24 年 10 月
佛清从 BOT	86.47	156.53	140.02	65.00%	3.5	25 年
控股项目合计	--	608.53	541.21	--	--	--

注：控股项目预计总投资及累计投资额为全口径统计，包含资本金出资及贷款资金投入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末公司控股通车高速公路运营情况（亿元、KM）

项目名称	运营里程	股权比例	运营期	2021		2022		2023	
				营业收入	利润总额	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额
福建武邵高速	91.72	68%	2010.11~2035.11	1.40	-0.95	1.43	-1.23	1.62	-1.94
云南晋红高速	49.38	40%	2017.11~2047.11	9.70	1.59	16.78	4.77	7.55	-1.31
重庆江习高速	70.46	45%	2018.06~2048.06	0.88	-2.79	1.20	-2.87	1.05	-2.84
云南石泸高速	24.00	98%	2020.06~2050.06	1.60	-0.45	2.70	0.16	1.85	-0.49
建个元高速	126.18	98%	2022~2052	--	--	6.45	-1.01	14.22	-1.43
控股项目合计	--	--	--	13.58	-2.60	28.56	-0.18	26.29	-8.01

注：1、福建武邵高速收入低于通行费收入主要系财务报表统计口径和业务统计口径有差异；2、云南晋红高速营业收入除通行费收入外，还包括政府补贴和服务区出租收入，2023 年实现政府补贴收入 6.89 亿元；3、建个元高速营业收入除通行费收入外，还主要包括政府补贴收入，2023 年实现政府补贴收入 13.40 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司控股通车高速公路运营情况（万量、亿元）

项目名称	2021		2022		2023	
	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入
福建武邵高速	213.00	1.44	278.00	1.42	346.49	1.62
云南晋红高速	240.07	0.73	252.01	0.53	205.89	0.55
重庆江习高速	185.42	0.84	187.17	0.82	238.00	1.00
云南石泸高速	140.67	0.10	99.32	0.09	162.35	0.13
建个元高速	--	--	64.65	0.11	303.02	0.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	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
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
应收账款周转率	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)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	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
FFO	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 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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