

中交第三航务工程局有限公司

2018 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101113】

评级对象: **中交第三航务工程局有限公司 2018 年度第一期中期票据**

18 中交三航 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 31 日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2017 年 11 月 16 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	44.10	49.87	44.09	24.73
刚性债务	89.20	91.77	87.70	92.00
所有者权益	70.83	74.64	73.90	73.88
经营性现金净流入量	2.43	26.43	16.60	-20.83
合并口径数据及指标:				
总资产	380.28	444.54	484.88	479.35
总负债	297.20	356.15	395.56	390.16
刚性债务	103.66	122.38	128.11	132.55
所有者权益	83.08	88.39	89.32	89.19
营业收入	321.64	331.80	334.73	63.54
净利润	7.23	6.76	0.89	0.78
经营性现金净流入量	11.78	19.27	14.01	-24.01
EBITDA	19.24	16.45	8.93	—
资产负债率[%]	78.15	80.12	81.58	81.39
权益资本与刚性债务 比率[%]	80.15	72.23	69.72	67.29
流动比率[%]	106.58	106.74	93.47	88.85
现金比率[%]	21.08	21.43	16.76	10.49
利息保障倍数[倍]	1.97	1.65	1.22	—
净资产收益率[%]	10.02	7.89	1.01	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	4.11	5.90	3.73	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	2.29	1.66	2.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.46	2.07	1.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.15	0.07	—

注: 根据中交三航局经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

武嘉妮 wjn@shxsj.com

韩浩 hh@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 的跟踪评级反映了 2017 年以来中交三航在股东支持、技术优势、在手订单等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司建筑行业竞争、资金回笼和成本控制等方面继续面临压力。

主要优势:

- **股东支持。**中交三航局的唯一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,中国交建能在业务方面为公司提供支持。
- **技术优势明显。**中交三航局拥有的施工资质高,施工经验丰富,在港口及海上风电安装工程领域具有明显的竞争优势。
- **在手订单充足。**中交三航局在手订单较为充足,未来业务开展有保障。
- **融资渠道畅通且融资成本具有优势。**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资金支持,具有一定的融资成本优势。同时,公司尚未使用的授信额度大。

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,公司经营业绩大幅下滑。
- **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。
- **成本控制风险。**中交三航局业绩易受建材和原油价格波动的影响,也面临人工成本上升的压力。
- **海外业务风险。**中交三航局海外业务规模较

大，但近年新签订单金额具有一定波动性，同时还存在一定的汇率损益、地缘政治等风险。

- 安全及质量风险。若遭遇施工安全及工程质量方面的问题，中交三航局将遭受重大的直接和间接损失。

➤ 未来展望

通过对中交三航局及其发行的上述中票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；认为上述中票还本付息安全性极强，并维持上述中票 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

2018 年度第一期中期票据

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（简称 18 中交三航 MTN001）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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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。

该公司最新于 2018 年 7 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 20 亿元中期票据发行额度，有效期至 2021 年 7 月 13 日。截至 2018 年 7 月末公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司截至 2018 年 3 月末存续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	尚未到付息日

资料来源：中交三航局

该公司发行的债券资金用途基本为用于偿还公司本部到期银行借款。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发

展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

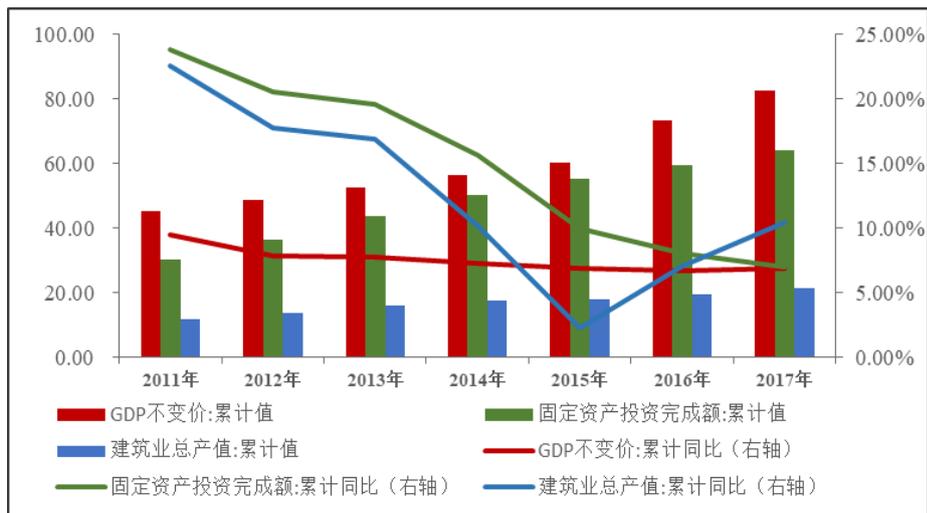
(2) 行业因素

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。目前国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。具有较强资金的大中型建筑施工企业有望获得更多的市场机会。

A. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。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，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 1.99%。2016 年，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为 74.41 万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计 59.65 万亿元，分别较上年同期增长 6.70% 和 8.14%。尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，当年全国建筑施工企业完成总产值 19.36 万亿元，同比增长 7.09%。2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年增长 6.9% 和 7.0%，固定资产投资增速较上年同期略微下滑。我国建筑施工业延续 2016 年发展态势，全国建筑业总产值为 21.40 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年提高 3.41 个百分点。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工产值变化趋势



资料来源：国家统计局（单位：万亿元，%）

近年建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2013~2016 年，建筑行业新签合同额分别为 17.48 万亿元、18.47 万亿元、18.44 万亿元、21.28 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集的行业政策刺激，行业新签合同额大幅上涨，2017 年前三季度，建筑业新签合同额 16.68 万亿元，同比增长 22.0%。

中长期看，随着我国城镇化的持续推进，“城市更新”、“智能和装配式建筑”、“海绵城市”、“智慧城市”等城市发展新理念的推进，建筑施工业仍具有一定的成长空间。

B. 政策环境

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4 月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5% 的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9 月 12 日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9 月 14 日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

C. 竞争格局

建筑行业进入门槛低，导致建筑企业数量众多，截至 2017 年 9 月末，建筑企业达到 84,185 家，从业人数达到 4,698.73 万人。十八大以来，我国建筑行业资质结构渐趋优化，高资质等级企业市场占有率不断提升，产业集中度进一步提高。2016 年，我国特、一级建筑业企业数量较 2012 年增长 21.1%，占全部建筑业企业个数比重为 12.4%，比 2012 年提高了 1.2 个百分点。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态。

图表 3. 建筑施工行业概况

指标	单位	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
企业数量	家	75,280	79,528	81,141	80,911	83,017	84,185
从业人数	万人	4,180.84	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	4,698.73

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，中国建设和中国交建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；相关公司整合内部的设计、安装、钢结构制作、混凝土生产等资源，逐步形成专业优势。经过多年的市场磨炼，一批民营企业日益成熟，实力大大增强，有的企业已经具备超高层建筑、地铁建设等方面较强的竞争实力，有的在住宅建设、专业施工等领域业已具备较高水平，市场竞争力逐渐增强。但从总体上看，作为中央国有建设企业的领先者中国交建的竞争对手主要是前几大中央国有建设集团。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转天数	存货周转天数	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中国建筑股份有限公司	10,541.07	10.49	47.19	196.53	15,509.83	77.97	466.49	-434.57
中国中铁股份有限公司	6,899.45	9.38	78.91	136.39	8,440.84	79.89	142.04	331.74
中国铁建股份有限公司	6,809.81	9.24	73.99	155.05	8,218.87	78.26	169.19	254.04
中国交通建设股份有限公司	4,828.04	13.97	56.48	113.38	8,502.35	75.78	213.19	427.41
中国电力建设股份有限公司	2,660.90	14.08	54.72	180.72	5,759.45	79.38	80.55	55.70
中国建筑第二工程局有限公司	1,095.28	5.79	58.68	97.91	958.54	84.63	24.92	-12.60
中国葛洲坝集团股份有限公司	1,068.07	13.07	45.64	199.63	1,869.24	72.67	58.47	-8.24
中国建筑一局(集团)有限公司	907.72	4.62	98.48	59.31	838.93	82.59	12.07	-27.44
中交第二航务工程局有限公司	500.82	9.33	39.14	85.14	608.44	83.14	9.91	49.18
中交第一航务工程局有限公司	364.23	10.81	110.53	112.05	559.97	81.93	2.20	28.13
中交第三航务工程局有限公司	334.73	7.01	87.17	129.96	484.88	81.58	0.89	14.01

资料来源：Wind，新世纪评级整理

D. 风险关注

➤ 融资压力加大

我国建筑施工业的负债水平高，自 2007 年以来负债率总体维持在 72% 以上的水平。根据 Wind 咨询披露的数据，2017 年末建筑施工企业负债总额达 11.03 万亿元，行业资产负债率为 76.76%，比上年末略有下降。建筑施工企业的债务负担较重，且在金融去杠杆背景下，融资成本呈上升趋势。2017 年，建筑施工企业财务费用累计 238.88 亿元，对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力偏弱。

此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

➤ 成本控制难度上升

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。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。

近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增长，从业人数不断增加两方面原因加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

2. 业务运营

该公司以基建施工为主业，并涉及勘察设计及咨询和建材贸易等业务领域，近三年营业收入规模保持稳定。公司丰富经验及技术优势，基建业务在手订单较为充足，后续发展有保障。近年来公司投资业务逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式，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展开，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响不大。

近年来，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。尽管公司期间费用在行业内控制较好，但营业毛利、毛利率及净利润均呈现下滑趋势，经营业绩下滑，整体盈利能力持续弱化。

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，营业规模在集团内排名靠前。目前公司定位是成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。

2015~2017年，该公司分别实现营业收入321.64亿元、331.8亿元和334.73亿元，较为稳定。从收入构成来看，近三年公司基建业务收入占营业收入约80%左右，剩余部分主要来自与基建业务相关的勘察设计咨询、贸易及其他业务。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年
营业收入合计	321.64	331.8	334.73
其中：基建业务	255.44	288.20	297.80
在营业收入中所占比重	79.42%	86.86%	88.97%
其中：（1）港口工程	127.91	152.91	151.85
在核心业务收入中所占比重	50.07%	53.06%	50.99%
（2）铁路工程	34.81	38.73	34.15
在核心业务收入中所占比重	13.63%	13.44%	11.47%
（3）公路及桥梁工程	60.19	74.66	90.25
在核心业务收入中所占比重	23.56%	25.91%	30.31%
（4）其他工程	17.67	20.64	19.88
在核心业务收入中所占比重	6.92%	7.16%	6.68%
（5）投资项目	14.86	1.26	1.66
在核心业务收入中所占比重	5.82%	0.44%	0.56%
其中：勘察设计咨询	1.17	1.17	1.44
在营业收入中所占比重	0.36%	0.35%	0.43%
其中：贸易业务	53.32	27.42	20.40
在营业收入中所占比重	16.58%	8.26%	6.09%
其中：其他业务¹	8.60	14.35	10.87
在营业收入中所占比重	2.67%	4.32%	3.25%
毛利率	11.23%	9.71%	7.01%
其中：基建业务	12.26%	9.61%	6.27%
其中：港口工程	13.56%	9.08%	9.98%
铁路工程	10.63%	10.69%	-16.93%
公路及桥梁工程	8.46%	9.84%	7.37%
其他工程	14.66%	6.10%	7.90%
投资项目	17.43%	84.13%	63.86%
其中：勘察设计咨询	29.33%	28.15%	34.03%
其中：贸易业务	1.44%	7.44%	0.44%
其中：其他业务	17.25%	13.33%	25.57%

资料来源：中交三航局

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。

得益于在手合同订单的增长，2015~2017年，该公司基建业务收入分别为

¹ 其他主营业务主要包含风电水利和物业等。

255.44 亿元、288.20 亿元和 297.80 亿元，年复合增长率 7.97%。其中，2016 年的收入增长主要来自于港口工程业务；2017 年则主要来自于公路及桥梁工程业务。从细分业务来看，近三年港口工程收入占比维持在 50%左右，为公司主要业务收入来源。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。

2015~2017 年，该公司基建业务毛利率分别为 12.26%、9.61%和 6.27%，持续下滑主要系原材料、人工成本上升以及 2016 年“营改增”政策等因素影响所致。其中，2017 年铁路工程业务毛利率由正转负，主要系铁路项目承建时间较长，部分项目设计有所变更，且材料价格与预期差异较大。在后期结算时，业主对材料价差及设计变更暂未受理或正在走上报程序。本着财务谨慎原则，公司将这部分成本先行进账，待内定后再做相应调整。2018 年第一季度，公司基建业务实现收入 56.76 亿元，毛利率为 7.37%，其中其他工程业务毛利率下降显著主要系财务账务处理流程所致²。

► 订单情况

近三年，该公司新签合同金额呈现逐年递增趋势。截至 2018 年 6 月末，公司在手未完工合同总额 934.60 亿元，为 2017 年基建业务收入的 3.14 倍，业务储备较充足，可为其后续业务开展提供有效保障。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和公路工程为主，2017 年合计新签合同金额合计数占新签合同总额的比重为 29.24%。此外，公司投资项目业务新签合同额增长较快，2014 年新签的 58.77 亿元合同全部为 BT 项目，2015 年以来新签合同全部为 PPP 项目。

在订单区位分布方面，近年来该公司继续紧跟国家“一带一路”战略和中国交建全球化布局，海外业务承接规模总体呈增长趋势。2017 年公司海外新签合同额较上年虽有所下降，但 2018 年 6 月末海外业务在手合同规模大幅增至 142.20 亿元。

图表 6. 公司近年承接工程情况（单位：亿元）

类型	新签合同金额				截至 2018 年 6 月末公司在手合同额
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年	
港口工程	93.79	88.02	91.57	46.50	131.90
铁路工程	87.22	57.56	67.90	0.00	72.90
公路工程	62.21	93.59	82.94	96.30	145.80
桥梁工程	3.81	0.00	27.32	0.51	15.40
投资项目	69.33	136.50	160.12	93.30	286.70
其他基建工程	63.98	96.04	166.93	86.00	281.90
合计	380.34	471.71	596.78	322.70	934.60
其中：海外业务	45.25	100.38	90.20	34.30	142.20

资料来源：中交三航局

² 公司 2018 年一季报中，基建业务将隧道工、机场建设、成套设备及大型设备建设工程、房屋建造、疏浚吹填等成本都归于其他，这些在年报中不属于“其他分类”，待年报时再做调整。

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 2018 年 3 月末，公司具有港口与航道工程施工总承包特级、公路工程及市政公用工程施工总承包壹级和地基与基础工程、隧道工程、桥梁工程及公路路基工程专业承包壹级等资质，建筑实力强。自成立以来，公司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。截至 2018 年 6 月末，公司累计荣获 13 项鲁班奖、10 项詹天佑奖、5 项国家优质工程金质奖、24 项国家优质工程银质奖和 88 项省部级科技进步奖。

该公司在施工技术、工艺和设备改造等方面积累了丰富的经验，形成了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。公司注重研发投入，2017 年共投入研发资金 0.40 亿元，较上年增长 38.72%。截至 2018 年 6 月末，公司在岗职工 8,863 人，其中经营管理和专业技术人员分别有 5,576 人和 1,098 人，具有高级职称 29 人，副高级职称 745 人。截至 2018 年 6 月末，公司拥有有效专利 248 项，其中发明专利 120 项（含共有专利），实用新型专利 94 项，软件著作权 18 项；主编或参编国家行业规范 46 项；国家级工法 5 项，省部级工法 35 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³获取。

近年来，该公司国内业务覆盖范围已由传统的华东地区（涵盖江苏、上海、浙江及福建四个省份）拓展至山东、广东、河北及湖北等地区。截至 2017 年末，公司在国内设立了 12 个分公司、34 个子公司来承接国内项目。

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水平变化会对公司主业资金回笼状况产生较明显影响。截至 2018 年 3 月末，公司国内项目重要在建工程合同总额 256.64 亿元，累计已投入资金 155.69 亿元，累计已回款 165.34 亿元。

图表 7. 截至 2018 年 3 月末公司重要在建国内工程明细（单位：亿元、%）

项目名称	所属板块	开工时间	完工时间	合同金额	建设进度	已投金额	预计总成本	已回款金额
大连临空产业园填海造地工程一标段	航务	2012.02	2018.12.	37.44	53.47	17.86	33.39	20.02
中交港珠澳大桥岛隧工程东人工岛	港务	2011.01	2018.12	28.23	99.00	25.23	25.49	27.95
新建张家口至唐山铁路工程 ZTSG-8 标段	铁路	2010.09	2018.12	26.06	99.72	25.14	25.22	25.99

³ 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，海外业务平台承担项目管理职能。

项目名称	所属板块	开工时间	完工时间	合同金额	建设进度	已投金额	预计总成本	已回款金额
连盐 IV 标	铁路	2014.01	2018.09	25.11	99.79	24.34	24.39	25.06
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	隧道	2018.01	2020.12	24.41	0.22	0.05	24.26	0.05
新建北京至沈阳铁路客运专线北京段站前工程 11 标	铁路	2015.10	2020.06	24.36	66.01	15.69	23.76	16.08
新建兰新铁路第二双线新疆段 2 标	铁路	2010.04	2018.06	21.64	97.57	19.71	20.20	21.12
香港惰性物料香港处置区工程	-	2010.01	2018.12	19.57	41.13	8.05	19.56	8.05
杨梅洲大桥及南北引线工程、西二环 (I 标段) 道路工程	道路	2016.04	2019.09	17.93	21.85	3.16	14.46	3.92
新建川南城际铁路内江至自贡至泸州线站前工程 CN-1 标	铁路	2016.12	2020.05	16.19	30.85	4.87	15.77	4.99
中交三航局商合杭铁路站前九标项目经理部	铁路	2015.11	2020.10	15.70	79.36	11.59	15.26	12.11
合计	-	-	-	256.64	-	155.69	241.76	165.34

资料来源：中交三航局

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。公司海外基建业务收入结构与国内基建业务收入结构类似，以港口工程和公路工程为主，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司海外业务收入分别为 32.49 亿元、33.22 亿元、61.19 亿元和 5.15 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建重要海外项目合同总金额 61.27 亿元，已投资 47.01 亿元，已回款 47.67 亿元。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司在建的重要海外工程明细（单位：亿元、%）

项目名称	所在地	开工时间	计划完工时间	合同金额	施工进度	已投金额	预计总成本	已回款金额
中交港珠澳大桥岛隧工程东人工岛	香港	2011.01	2018.12	28.23	99.00	25.23	25.49	27.95
香港惰性物料香港处置区工程	香港	2010.01	2018.12	19.57	41.13	8.05	19.57	8.05
港珠澳大桥澳门口岸工程管理区境内停车库工程	澳门	2017.01	2018.07	10.04	98.79	8.15	8.25	10.14
港珠澳大桥主体房建工程 (CA01) 合同段东人工岛工程	香港	2017.03	2018.12	1.88	79.11	1.43	1.80	1.49
印尼苏拉威西镍铁工业园码头工程	印尼	2017.02	2018.05	1.55	2.32	4.15	2.32	0.04
合计	-	-	-	61.27	-	47.01	57.43	47.67

资料来源：中交三航局

► 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，施工期间按工程进度进行拨款，竣工后一次结算的方式”，剩余 5% 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，而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，项目回款风险较小。总体上，公司工程款回收期较长，且业主单位较长付款流程，拆迁、自然条件变化等因素导致工程项目暂停及进度拖延也会在一定程度上进一步延长公司的回款周期。

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。公司主要通过项目所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 2018 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 86.12 亿元，项目累计回款 79.08 亿元。总体看，公司 BT 投资业务大部分项目进入回报期，现有在建 BT 项目规模不大。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司处于回购期的 BT 项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	公司持股比例	运作主体	总投资	已投资	回购期	累计回购金额	项目进度
襄阳市小清河城区段防洪治理及景观工程	100%	襄阳三航	1.63	1.41	3	1.31	100%
漳浦县府前唐街及迎宾大道改造工程	100%	漳浦三航	9.31	9.26	3	3.57	100%
南平夏道大桥及一期接线工程	20%	南平三航	2.68	2.68	3	2.80	100%
常州武进三路一河工程项目	100%	常州三航	11.40	11.40	3	12.40	100%
常州龙城大道地道等工程项目	100%	常州三航	14.68	12.53	3	14.80	100%
丹阳 338 省道改造拓宽项目	100%	丹阳三航	4.53	4.53	3	5.65	100%
丹阳北站站前路及站前路广场工程项目	100%	丹阳三航	2.66	2.66	3	2.82	100%
丹阳齐梁路、丹桂路、货场路项目	100%	丹阳三航	12.11	12.11	3	11.85	100%
长兴开发区发展大道东延伸线道路工程	20%	长兴三航	3.35	3.35	3	4.89	100%
漳州台商投资区滨江快速公路工程	20%	漳州建投	10.09	8.80	3	9.96	100%
太仓市 339 省道东延新建工程项目	20%	太仓三航	6.16	5.73	3	5.28	100%
270 省道邳州北段工程项目	100%	徐州三航	7.71	5.78	3	3.3	100%
六安前进路、望江路投融资建设项目	100%	安徽三航	3.00	1.54	3	0.45	100%
G320 湘潭绕城线一期工程项目	100%	长株潭投资	10.52	4.34	3	--	69.68%

项目名称	公司持股比例	运作主体	总投资	已投资	回购期	累计回购金额	项目进度
合计	—	—	99.83	86.12	—	79.08	—

资料来源：中交三航局

➤ 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 2018 年 3 月，该公司在执行过程中的并表范围内 PPP 项目共 8 个，项目合同总额 122.77 亿元，其中公司需要承担的资本金部分为 28.68 亿元。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 2018 年 3 月末，公司已中标 PPP 项目中获得项目融资的项目共 5 个，融资成本一般为基准下浮。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。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司中标 PPP 项目⁴情况（单位：亿元、年）

项目名称	合作方	入库情况	股权比例	开工日期	建设期	运营期	回报机制	合同总额	已投资金额	累积回款
句容市西部干线建设项目	句容市交通投资发展有限责任公司	财政部项目库	50%	2015.06	2	3	政府付费	9.50	5.12	1.47
金坛城乡基础设施综合项目	常州金沙城市开发有限公司	财政部项目库	67%	2015.10	2	5	政府付费	27.42	3.55	1.14
福建省龙海市南太武高新技术产业园区基础设施项目工程（一期）	龙海市南太武高新技术产业园区管理委员会	国家示范项目	70%	2017.08	2	8	政府付费	9.62	0.60	--
长春片区棚户区改造项目	安康市住房和城乡建设局	省级示范项目	70%	2017.02	3	10	政府付费	15.30	3.96	--
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）项目	温州市鹿城区交通运输局	财政部项目库	100%	2017.10	3	10	政府付费	15.33	2.50	--
湘潭县交通基础设施建设 PPP 项目	湘潭县交通运输局	财政部项目库	75%	2017.09	3	13	政府付费	21.20	0.75	--
宿迁市宿豫区交通服务综合体 PPP 项目	宿豫区交通运输局	财政部项目库	80%	2017.08	2	15	政府付费	14.40	0.72	--
漳州芫城区纵四	漳州市芫城区	财政部	98%	2018.03	2.5	10	政府付费	10.00	0.98	

⁴ 此表统计的仅为公司在项目公司中持股比例超过 50% 的 PPP 项目。

项目名称	合作方	入库情况	股权比例	开工日期	建设期	运营期	回报机制	合同总额	已投金额	累积回款
线、联十四线过境段公路 PPP 项目	交通运输局	项目库								
合计	--	--	--	--	--	--	--	122.77	18.18	2.61

资料来源：中交三航局

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内原材料贸易业务，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。

受宏观环境的影响，该公司贸易业务收入呈下降趋势，2015~2017年分别为53.32亿元、27.42亿元和20.40亿元。下降主要是由于材料价格上涨所致。贸易业务毛利率较低，同期物资公司贸易业务毛利率分别为1.44%、7.44%和0.44%。

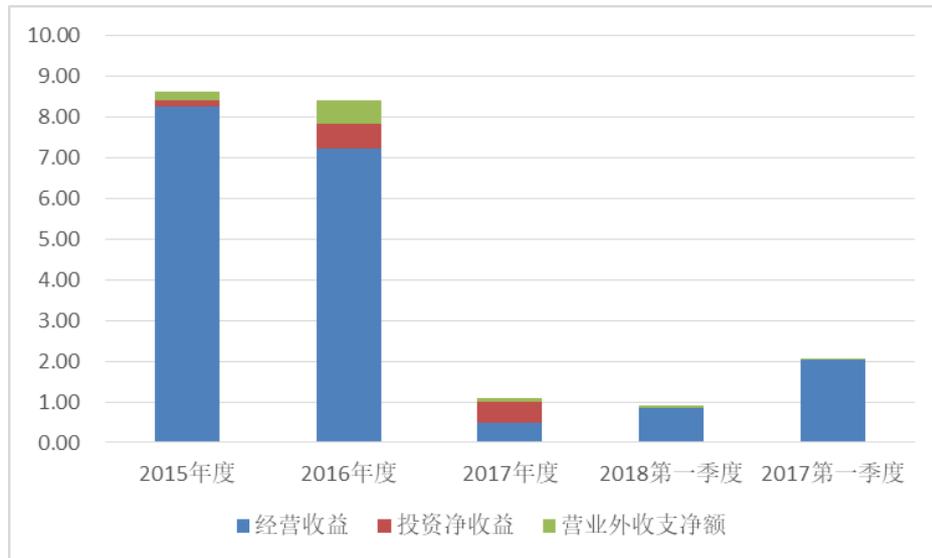
图表 11. 公司近年来工程物资采购额及销售额（单位：万元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
钢材	109,646	48,743	97,212	25,401
沥青	95,623	140,736	78,127	4,290
水泥	37,565	33,564	37,374	9,487
海外	21,989	14,249	12,756	12,756
铜	217,845	--	-	-
其他	2,361	11,977	4,641	4,641
镍	24,567	--	-	-
合计	509,596	249,269	230,110	49,310.00

资料来源：中交三航局

(2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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。2015~2017 年营业毛利分别为 36.11 亿元、32.22 亿元和 23.47 亿元，同期公司综合毛利率分别为 11.23%、9.71%和 7.01%，均呈下滑趋势。从细分行业看，基建业务中除港口工程毛利率有所增长外，受建筑行业竞争加剧影响，其余工程毛利率出现不同程度的下滑。公司勘探设计及咨询、贸易业务等毛利占比小，对公司盈利影响有限。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	321.64	331.80	334.73	63.54	56.90
毛利（亿元）	36.11	32.22	23.47	4.68	5.03
期间费用率（%）	6.29%	6.56%	6.62%	5.82%	5.15%
其中：财务费用率（%）	1.04%	0.99%	0.81%	1.47%	0.56%
全年利息支出总额（亿元）	7.82	7.93	4.93	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.99	3.30	-	-	-

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，2015~2017 年该公司期间费用分别为 20.23 亿元、21.77 亿元和 22.16 亿元，期间费用率分别为 6.29%、6.56%和 6.62%。公司期间费用主要为管理费用，占期间费用比重分别为 83.43%、84.80%和 87.74%。公司管理费用主要由管理人员职工薪酬、差旅交通费和固定资产使用费构成。公司销售费用和财务费用占比较小，销售费用主要由职工薪酬、差旅交通费等组成；2017 年公司财务费用主要为利息支出、折现息或贴现息和金融机构手续费，净利息支出仅为 0.85 亿元。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收入规模较小，对经营业绩影响较小。2015~2017年公司投资净收益分别为 0.15 亿元、0.62 亿元和 0.52 亿元。2015~2016 年公司投资收益主要来自公司持有的权益法核算的长期股权投资。2017 年，权益法核算的长期股权投资收益有所下降。同年公司持有可供出售金融资产取得的投资收益增幅显著，主要系股价上升所致。2015~2017，公司营业外收入分别为 0.35 亿元、0.77 亿元和 0.28 亿元，主要由政府补助、经批准无法支付的应付款项等构成，其中，政府补助利得（包括政府扶持款）持续下降。

从整体盈利情况来看，2015~2017 年该公司实现营业利润分别为 8.41 亿元、7.83 亿元和 0.99 亿元，净利润分别为 7.23 亿元、6.76 亿元和 0.89 亿元。受基建主业毛利率下降等因素的影响，近年来公司盈利水平亦大幅下滑。受此影响，近三年公司总资产报酬率及净资产收益率均出现下滑，2015~2017 年年公司总资产报酬率分别为 4.30%、3.17% 和 1.29%，净资产收益率分别为 10.02%、7.89% 和 1.01%。

图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（万元）	1497.39	6204.80	5199.24
其中：权益法核算的长期股权投资收益	841.32	4430.37	142.35
其中：可供出售金融资产取得的投资收益	655.96	1583.15	5056.88
营业外收入（万元）	3483.82	7734.97	2775.92
其中：非流动资产毁损报废利得	235.84	1528.19	161.68
政府补助利得	2287.33	934.86	278.93
经批准无法支付的应付款项	820.91	3455.13	1055.83
其他	91.35	1712.08	990.80
其他收益（政府扶持款）	--	--	37.25

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，该公司拟在实现传统港航、路桥市政板块稳定增长的同时，对铁路轨交板块的经营模式适当调整，控制业务规模。此外，公司将积极拓展投资业务及海外施工业务。

2018 年，该公司计划实现营业收入 370 亿元、利润总额 11.6 亿元。拟新签合同金额达 600 亿元，其中国内一般业务为 280 亿元、海外业务 16 亿美元、投资业务 160 亿元、铁路轨交业务 60 亿元。

管理

该公司产权结构清晰，跟踪期内，控股股东及实际控制人保持稳定。关联交易方面，跟踪期内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，关联方资金往来金额较大。

该公司产权结构清晰，跟踪期内，控股股东仍为中国交建，持股比例 100%，

实际控制人为国务院国资委。公司产权状况详见附录一。

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。2017年，公司作为分包方向关联方提供劳务实现收入 77.08 亿元，占营业收入的 23.03%，向关联方销售商品发生金额 0.49 亿元，占营业收入的 0.15%；作为总包方接受关联方劳务发生金额 4.02 亿元，向关联方采购原材料发生金额 4.78 亿元，合计占营业成本的 2.83%。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。此外，公司与关联方资金往来金额较大，2017 年末公司应收关联方 44.30 亿元，应付关联方 51.52 亿元。

图表 15. 2017 年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		金额	占科目比重
应收关联方	应收账款	13.26	19.48%
	应收票据	0.01	0.25%
	预付款项	0.14	2.17%
	其他应收款	23.80	64.27%
	长期应收款	7.09	9.77%
	合计	44.30	23.55%
应付关联方	应付账款	5.80	3.14%
	预收款项	7.02	35.60%
	其他应付款	33.83	68.96%
	长期应付款	4.87	103.40% ⁵
	合计	51.52	19.97%

资料来源：中交三航局 2017 年审计报告

根据该公司所提供的 2018 年 6 月 4 日《企业信用报告》，公司过往信贷中有 3 笔不良或关注记录，但目前存续债务中无不良记录。诉讼方面，2017 年公司作为被告方涉及 8 起法律诉讼，涉及金额 655.07 万元，主要系分包合同纠纷引起，目前相关诉讼均在审理中。

图表 16. 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	本部	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/6/4	无法提供	3 笔不良或关注,均已还清 ⁶	无	无
各类债券还本付息	万得资讯	2018/8/9	无	无	无	无
诉讼	公司提供	2018/8/9	无	有	有	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/8/9	无	无	无	无
质量	公司提供	2018/8/9	无	无	无	无
安全	公开信息查询	2018/8/9	无	无	无	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。

⁵ 该应付关联方的长期应付款中未剔除一年内到期的金额，因此超过 100%。

⁶ 该公司未结清信贷均为正常类，已结清信贷历史记录中存在一笔关注类贷款和两笔欠息记录。

财务

伴随主业规模的扩大，该公司垫资规模持续增长，债务规模逐年攀升，财务杠杆水平较高。公司资产中应收账款和存货占比很大，资产流动性一般。但通过将大部分资金压力转移给上游施工方，公司实际偿债压力可控。同时，公司经营活动现金流持续为正，拥有一定规模的货币资金，可为即期债务的偿还提供一定保障。

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 2015 年至 2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

根据财政部于 2016 年 12 月 3 日发布的《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号），适用于 2016 年 5 月 1 日起发生的交易，该公司将利润表及母公司利润表中的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目；公司将自 2016 年 5 月 1 日起经营活动发生的房产税、土地使用税、印花税和河道管理费等从“管理费用”项目重新分类至“税金及附加”，2016 年 5 月 1 日前发生的税费不予调整。

根据财政部于 2017 年 5 月 10 日发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号），适用于 2017 年 1 月 1 日起发生的交易，该公司将与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”项目核算。根据财政部于 2017 年 4 月 28 日发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》（财会[2017]13 号），适用于 2017 年 5 月 28 日起发生的交易，公司区分终止经营损益、持续经营损益列报；公司新增持有待售资产、持有待售负债；公司调整持有待售资产减值。

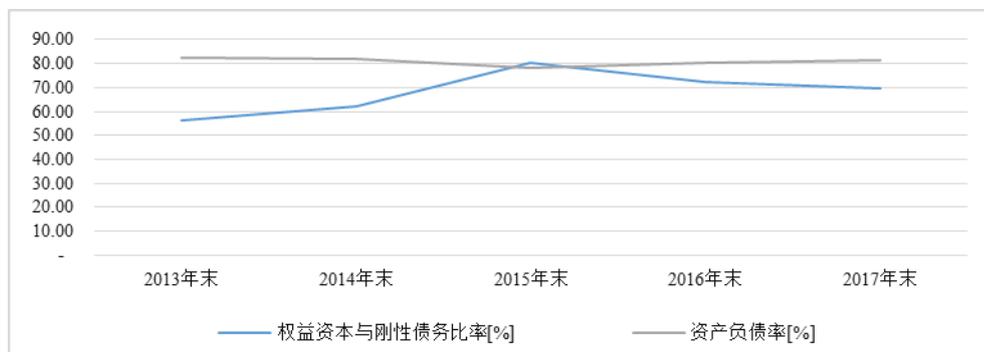
截至 2017 年末，该公司纳入合并范围内的二级子公司共 40 家，较上年增加 6 家。2017 年投资设立子公司 7 家，年末合计净资产 7.07 亿元，当年实现净利润 0.36 亿元；因注销不再纳入合并范围内子公司 2 家，分别为上海人力资源管理服务有限公司⁷和中交第三航务工程局珠海工程有限公司。

⁷ 非二级子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 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。2015~2017 年末，公司负债总额分别为 297.20 亿元、356.15 亿元和 395.56 亿元。资产负债率维持在较高水平，同期末分别为 78.15%、80.12% 和 81.58%。

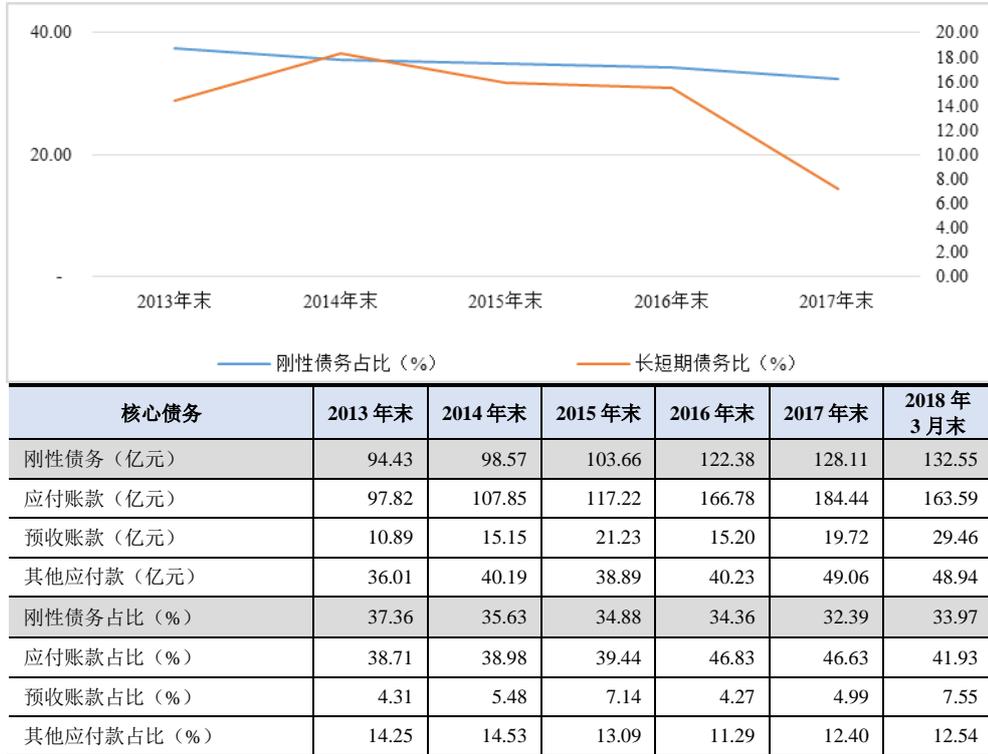
2015 年中国交建向该公司增资 16.37 亿元，且随着自身经营积累，公司资本实力逐年增强，2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 83.08 亿元、88.39 亿元和 89.32 亿元。但权益资本对刚性债务覆盖程度依然较低，同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 80.15%、72.23% 和 69.72%。

2018 年 3 月末，该公司资产负债率较上年末略有下降至 81.39%，权益资本与刚性债务的比率进一步降至 67.10%。

近年来，该公司现金分红规模较大，2015~2017 年度公司向股东分别派发或拟派发现金股利 1.85 亿元、2.84 亿元和 2.25 亿元。截至 2017 年末，公司所有者权益中未分配利润为 25.10 亿元，占公司权益资本总额的 28.11%。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 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中交三航局所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，2015~2017 年末公司长短期债务比分别为 15.86%、15.53% 和 7.22%，2017 年末流动负债和非流动负债余额分别为 368.94 亿元和 26.62 亿元。公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款组成。截至 2017 年末，公司刚性债务余额为 128.11 亿元，较上年末增长 4.68%。应付账款余额为 184.44 亿元，较上年末增长 10.59%，主要为应付工程材料款及分包项目工程款。预收款项余额为 19.72 亿元，较上年末增长 29.80%，主要为已收到但尚未办理结算的款项；其他应付款余额为 49.06 亿元，较上年末增长 21.97%，主要为应付内部往来款、各类保证金及应付各种经费等。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	63.82	59.51	66.73	77.99	104.75	106.75
其中：短期借款	42.24	44.96	49.20	60.67	79.69	82.28
一年内到期长期借款	9.66	6.10	4.55	1.38	9.46	10.58
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	9.27	6.53	11.32	5.89	5.85	5.27
其他短期刚性债务	2.64	1.92	1.67	10.05	9.75	8.63
中长期刚性债务合计	30.61	39.06	36.92	44.39	23.36	25.80

其中：长期借款	17.92	21.32	19.81	22.82	18.65	21.16
应付债券	8.00	16.00	16.00	8.00	-	-
其他中长期刚性债务	4.69	1.74	1.11	13.57	4.71	4.64

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

该公司刚性债务以短期为主，2017 年末为 104.75 亿元，较上年末增长 34.32%，占刚性债务的 81.77%。公司短期刚性负债主要由短期银行借款、一年内到期的长期借款、应付票据和其他短期刚性债务构成。2017 年末，短期借款 79.69 亿元，其中 66.59 亿元为信用借款，剩余全部为保证借款，利率区间为 2.80%~5.40%；一年内到期的长期借款 9.46 亿元，较上年末增长 585.51%，主要系长期借款转至一年期增加所致。同期末应付票据 5.85 亿元，主要为应付银行承兑汇票（5.80 亿元），金额与上年持平。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，2017 年末余额为 9.75 亿元，含一年内到期的应付债券 8.00 亿元。公司中长期债券主要为长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务构成。2017 年末，公司长期借款 18.65 亿元，全部为信用借款，利率区间为 4.28%-5.84%；同期末应付债券全部转为一年期；公司其他中长期刚性债务主要为公司与中交建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资租赁款借款，计入长期应付款。

2018 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 1.37%至 390.16 亿元，其中刚性债务 132.55 亿元，占比提高了 1.59 个百分点。应付账款较上年末下降 11.30%至 163.59 亿元，主要系支付部分上游工程材料款及分包项目工程款所致，占比较上年末下降 4.70 个百分点至 41.93%，仍为公司负债中的最主要构成部分。

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。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

数据及指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业周期（天）	151.37	141.71	163.75	196.38	220.15
营业收入现金率（%）	82.12	87.79	95.84	97.74	99.14
业务现金收支净额（亿元）	3.11	27.61	23.45	23.78	33.66
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.16	-15.12	-11.66	-4.52	-19.64
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.95	12.48	11.78	19.27	14.01
EBITDA（亿元）	21.40	20.70	19.24	16.45	8.93
EBITDA/刚性债务（倍）	0.23	0.21	0.19	0.13	0.07
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.75	3.22	2.46	2.07	1.81

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

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。近年来，随着公司承接的基建业务增长，公司工程施工结转有所放缓，营业周期逐年拉长，2015-2017年分别为163.75天、196.38天和220.15天。同期，公司营业收入现金率分别为95.84%、97.74%和99.14%，主业回笼资金趋好主要系公司加强应收账款回收工作且扩大现金回笼较好的贸易业务所致。公司经营性现金净流呈波动态势，2015-2017年经营活动现金净流入额分别为11.78亿元、19.27亿元和14.01亿元。公司经营性现金流波动主要受其他因素现金收支影响，同期，公司其他因素现金收支净额分别为-11.66亿元、-4.52亿元和-19.64亿元。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。

2015~2017年该公司EBITDA分别为19.24亿元、16.45亿元和8.93亿元。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，其中利润总额是影响EBITDA波动的主要因素，2017年利润总额显著下滑导致当年EBITDA明显下滑。同期，公司EBITDA对利息支出及刚性债务呈下滑趋势。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
回收投资与投资支付净流入额	-0.31	0.41	-0.23	-2.64	-3.77
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	-4.92	-7.88	-6.16	-4.13	-1.37
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.52	1.18	-7.09	-0.45
投资环节产生的现金流量净额	-5.22	-7.99	-5.21	-13.85	-5.58

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

近年来，该公司加大参股公司股权投资力度及固定资产投资，投资环节存在较大资金缺口。2015-2017年公司投资性现金净流量分别为-5.21亿元、-13.85亿元和-5.58亿元。同期，公司回收投资与投资支付的现金差额净流出，主要系公司对参股公司和PPP项目公司的资本金净支出所致。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船舶、机器设备等的净支出。此外，2016年公司中标的PPP项目相继落地执行，当年产生的相关项目可研、核准、勘察和设计以及土地拆迁费用支出较大，导致收到与支付的其他与投资活动有关的现金大幅净流出。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需求或将进一步扩大。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
权益类净融资额 (亿元)	-	0.25	16.54	0.33	1.39
债务类净融资额	2.37	12.45	-2.88	14.15	-10.84
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	5.25	-1.61	1.62	2.37	2.21
筹资环节产生的现金流量净额	-1.97	0.90	8.28	5.02	-13.55

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，该公司通过股东注资、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。2015-2017 年，公司债务类净融资额分别为-2.88 亿元、14.15 亿元和-10.84 亿元。同期公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 8.28 亿元、5.02 亿元和-13.55 亿元，其中 2017 年筹资环节现金流净流出主要系当年投资需求有所减少，债务融资净偿付所致。

总体看，由于该公司经营活动现金流表现较好，加上大量的商业信用，可较好的将下游客户占款转嫁给上游供应商，公司筹资环节压力不大。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	195.18	230.74	273.39	329.05	344.85	320.50
	63.79%	68.30%	71.89%	74.02%	71.12%	66.86%
其中：现金类资产 (亿元)	32.57	37.89	54.07	66.07	61.82	37.78
应收账款 (亿元)	50.61	49.40	66.10	93.86	68.07	64.33
存货 (亿元)	53.19	71.58	82.09	95.85	129.06	138.28
一年内到期的非流动资产	17.01	25.05	22.76	27.38	38.26	25.59
其他应收款 (亿元)	24.82	26.64	28.84	37.01	37.03	37.43
非流动资产 (亿元,在总资产中占比%)	110.81	107.09	106.89	115.49	140.03	158.84
	36.21%	31.70%	28.11%	25.98%	28.88%	33.14%
其中：固定资产 (亿元)	24.03	24.18	24.69	34.30	40.13	40.82
长期应收款 (亿元)	68.91	62.20	58.23	55.29	72.60	90.54
长期股权投资 (亿元)	2.18	0.55	0.63	7.55	10.51	10.51
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	-	0.07	0.06	0.94	0.12	-
受限资产账面余额/总资产 (%)	-	0.02%	0.02%	0.21%	0.02%	-

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，2015~2017 年末分别为 380.28 亿元、444.54 亿元和 484.88 亿元。公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产为 344.85 亿元，占资产总额的 71.12%；非流动资产为 140.03 亿元，占资产总额的

28.88%。

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，2017年末余额分别为61.82亿元、68.07亿元、129.06亿元、38.26亿元和37.03亿元，分别占资产总额的12.75%、14.04%、26.62%、7.89%和7.64%。其中，公司应收账款主要为应收客户工程款，其中92.16%是账龄在一年以内的应收账款；2017年末前五名应收账款余额17.23亿元，占比24.78%；此外公司与中交集团系统内其他单位因项目分包形成的应收款项账面余额为13.27亿元，该部分款项发生坏账的可能性较小。公司存货主要由工程施工（已完工未结算款）、原材料和自制半成品及在产品构成，2017年末工程施工账面价值占存货的90.20%。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PPP项目款）构成。其他应收款主要为中交集团内部工程分包产生的应收款项及工程保证金。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，2017年末分别为57.92亿元和3.89亿元，受限货币资金仅为0.12亿元。

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，2017年末余额分别为40.13亿元、72.60亿元和10.51亿元，分别占资产总额比重为8.28%、14.97%和2.17%。其中，固定资产主要由机器设备、房屋建筑物和船舶等构成，以船舶为主。长期应收款主要为应收工程各项保证金、PPP合同等长期应收款项和收款期一年以上的工程款等。长期股权投资系对联营企业的投资，其中以对常州中交建设发展有限公司和交建（淮南）基础设施建设有限公司的投资居多。

图表 24. 截至 2017 年末公司长期应收款构成明细（单位：亿元）

构成明细	年末账面价值
应收工程各项保证金	16.58
PPP 合同等长期应收款项	37.62
收款期为一年以上的工程款	4.02
其他	14.38
合计	72.60

资料来源：根据中交三航局所提供数据整理。

2018年3月末，该公司资产总额为479.35亿元，与年初略有下降，流动资产较年初下降7.06%至320.50亿元，非流动资产较年初增长13.44%至158.84亿元。同期末，现金类资产较年初下降38.89%至37.78亿元，主要系当期支付工程款增加所致；预付款项较上年末增长71.10%至11.02亿元；一年内到期的非流动资产较上年末下降33.11%至25.59亿元，主要系部分到期款项回收所致；其他资产构成较年初变化不大。

该公司受限资产全部为货币资金，2017年末受限金额仅0.12亿元，受限原因为住房清维基金、限制性存款和监管资金。总体看，公司受限资产占资产总额比重较小，未对整体资产流动性造成重大影响。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	88.37	98.63	106.58	106.74	93.47	88.85
速动比率 (%)	56.86	59.59	67.18	73.44	56.75	47.46
现金比率 (%)	14.74	16.20	21.08	21.43	16.76	10.47

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，2017 年末流动比率为 93.47%，同时受制于存货规模过大，同期末速动比率仅为 56.75%。但流动负债以应付账款为主，短期刚性偿付压力可控。同时，公司保持了一定规模的存量货币资金，期末现金比率为 16.76%，可为即期债务偿还提供较好支持。

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 2017 年末，公司未对合并范围外企业提供担保。

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。2017 年末，母公司货币现金余额为 44.09 亿元，占合并口径货币资金比重 76.12%。公司债务亦集中于母公司，2017 年末公司合并口径刚性债务为 128.11 亿元，其中母公司刚性债务为 87.70 亿元，占比 68.46%。2017 年，母公司实现营业收入 264.23 亿元，净利润 0.56 亿元，经营性现金净流入 16.60 亿元，投资活动现金净流出 5.11 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 2017 年 ENR⁸全球最大 250 家国际承包商排名中名列第三位，连续三年位居前五名，连续 10 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

⁸ 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。

交建 2015 年对公司增资 16.37 亿元，2017 年通过中交财务公司给予公司 10.00 亿元借款，借款利率为基准利率下浮 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；并要求公司资产负债率不得超过 80%。

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 2017 年末，公司共取得综合授信额度为 473.10 亿元，其中银行贷款授信 179.66 亿元，尚有未使用银行授信额度为 83.95 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。

跟踪评级结论

该公司是中国交建下属全资子公司，产权结构清晰。跟踪期内，控股股东及实际控制人保持稳定。关联交易方面，跟踪期内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，关联方资金往来金额较大。

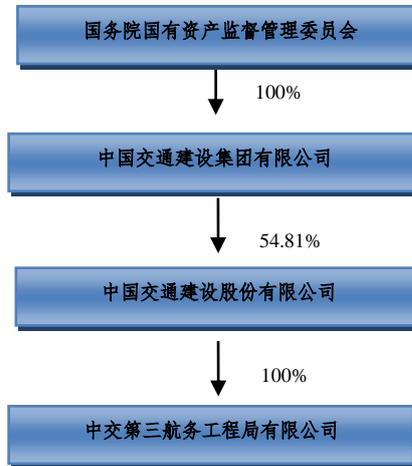
该公司以建筑施工为主业，并涉及勘察设计及咨询和建材贸易等业务领域，近三年营业收入规模保持稳定。公司丰富经验及技术优势，基建业务在手订单较为充足，后续发展有保障。近年来公司投资业务逐渐从 BT 项目合作转向 PPP 模式，相关投资压力及后续资金需求量增大。公司贸易业务、勘察设计及咨询业务等主要围绕基建主业展开，相应收入占比较小，对公司整体经营情况影响不大。

近年来，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。尽管公司期间费用在行业内控制较好，但营业毛利、毛利率及净利润均呈现下滑趋势，整体盈利能力持续弱化。

伴随主业规模的扩大，该公司垫资规模持续增长，债务规模逐年攀升，财务杠杆水平较高。公司资产中应收账款和存货占比很大，资产流动性一般。但通过将大部分资金压力转移给上游施工方，公司实际偿债压力可控。同时，公司经营活动现金流持续为正，拥有一定规模的货币资金，可为即期债务的偿还提供一定保障。

附录一：

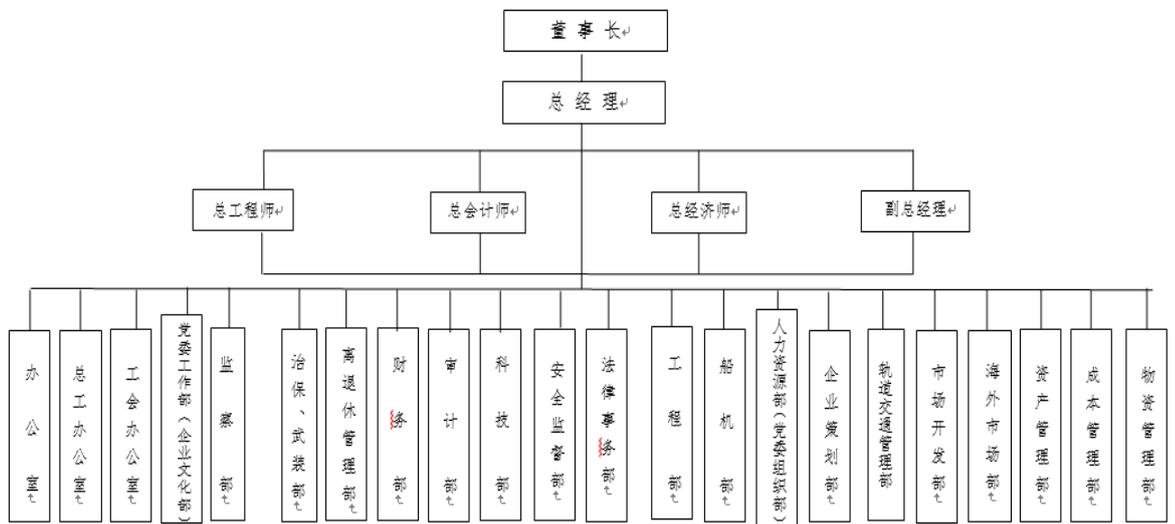
公司与实际控制人关系图



注：根据中交三航局提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

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 2017 年末）。

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	2017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	260.66	2,059.42	4,828.04	213.19	427.41
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	87.70	73.90	264.23	0.56	16.60
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	8.44	1.63	33.49	0.17	48.08
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	0.00	3.06	6.67	0.02	7.43
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	0.42	9.47	12.73	1.26	10.30
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	0.00	0.73	-	0.01	0.00
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	0.00	1.50	0.01	0.01	0.00

注：根据中交三航局2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	380.28	444.54	484.88	479.35
货币资金 [亿元]	52.15	62.83	57.92	33.89
刚性债务[亿元]	103.66	122.38	128.11	132.55
所有者权益 [亿元]	83.08	88.39	89.32	89.19
营业收入[亿元]	321.64	331.80	334.73	63.54
净利润 [亿元]	7.23	6.76	0.89	0.78
EBITDA[亿元]	19.24	16.45	8.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.78	19.27	14.01	-24.01
投资性现金净流入量[亿元]	-5.21	-13.85	-5.58	-1.01
资产负债率[%]	78.15	80.12	81.58	81.39
权益资本与刚性债务比率[%]	80.15	72.23	69.72	67.29
流动比率[%]	106.58	106.74	93.47	88.85
现金比率[%]	21.08	21.43	16.76	10.49
利息保障倍数[倍]	1.97	1.65	1.22	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	163.75	196.38	220.15	—
毛利率[%]	11.23	9.71	7.01	7.37
营业利润率[%]	2.62	2.36	0.30	1.36
总资产报酬率[%]	4.30	3.17	1.29	—
净资产收益率[%]	10.02	7.89	1.01	—
净资产收益率*[%]	10.05	7.75	0.85	—
营业收入现金率[%]	95.84	97.74	99.14	142.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.80	6.82	4.14	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.29	1.66	2.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.46	2.07	1.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.15	0.07	—

注：表中数据依据中交三航局经审计的2015~2017年度及未经审计的2018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

附录五：

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。

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。