

中交第二航务工程局有限公司

2017 年度第一期中期票据

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(2018)100129】

评级对象: 中交第二航务工程局有限公司 2017 年度第一期中期票据

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 5 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2017 年 8 月 14 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	69.61	92.98	136.89	91.22
刚性债务	50.99	47.36	72.34	59.36
所有者权益	67.69	72.87	84.17	84.35
经营性现金净流入量	52.08	48.10	56.98	-23.34
合并口径数据及指标:				
总资产	433.16	482.64	608.44	605.28
总负债	359.30	397.55	505.88	500.78
刚性债务	82.74	78.94	106.21	103.41
所有者权益	73.87	85.09	102.56	104.50
营业收入	417.08	460.25	500.82	109.12
净利润	10.21	11.06	9.91	2.53
经营性现金净流入量	69.81	60.80	49.18	-26.38
EBITDA	22.17	24.52	21.61	—
资产负债率[%]	82.95	82.37	83.14	82.74
权益资本与刚性债务 比率[%]	89.27	107.79	96.56	101.05
流动比率[%]	86.57	91.64	91.19	92.25
现金比率[%]	23.53	28.04	31.24	21.49
利息保障倍数[倍]	3.59	6.12	5.10	—
净资产收益率[%]	15.59	13.92	10.56	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	23.19	17.65	11.72	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	14.55	11.49	7.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.70	8.96	7.29	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.30	0.23	—

注: 根据中交二航局经审计的 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)对中交第二航务工程局有限公司(简称中交二航局、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 中交二航 MTN001 的跟踪评级反映了 2017 年以来中交二航局在新签业务合同持续增长、融资优势进一步显现、经营环节现金流管控能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在毛利率下滑、资金回笼、海外业务及投资需求不断扩大而负债经营程度较高等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **股东支持与管控。**中交二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。此外,中国交建对公司现金流进行考核,要求公司经营现金流净额持续为正。
- **技术和品牌优势。**中交二航局拥有公路、港口与航道工程施工总承包特级资质,承接过一系列世界级大型工程,在高难度、高水平的工程施工方面经验丰富,并且拥有 1000 余项专利,施工技术优势显著。
- **经营环节现金流管理能力较强。**中交二航局营业收入现金率及经营环节现金净流量均表现较好,公司对经营性现金流管理能力较强。
- **主业规模不断扩大,在手订单充足。**中交二航局建筑施工主业突出,目前在手订单充足,可为其未来业务发展提供有效支撑。
- **融资渠道畅通且融资成本具有显现优势。**中交二航局具有良好的资信状况和信贷融资能力,能从各大商业银行获得有力的资金支持。目前公司尚未使用授信充足,且具有明显的融资成本优势。

主要风险：

- **建筑行业竞争激烈。**我国建筑行业竞争激烈且不断加剧，中交二航局所处的基建市场竞争较为激烈，公司毛利率水平呈下滑趋势。
- **资金回笼风险。**中交二航局资产主要由应收账款及存货等构成，工程项目占用资金较大，公司面临的资金回笼压力大。
- **资金需求持续扩大。**随着承接的 PPP 项目逐渐增多，中交二航局营运资金需求不断加大，较大规模的投资性支出使公司面临的资金压力有可能加大。
- **海外业务风险。**中交二航局海外业务规模较大，海外项目存在一定的汇率风险、地缘政治风险等跨国经营风险。
- **安全及质量风险。**若遭遇施工安全及工程质量方面的问题，中交二航局将遭受重大的直接和间接损失。
- **杠杆水平高。**近年来，中交二航局资产负债率始终维持在 80%以上，且以流动负债为主，存在一定流动性压力。
- **递延付息风险。**本期中期票据条款约定，中交二航局有权递延支付利息，且递延支付次数无限制，存在递延付息风险。

评级关注

- 中交二航局下属子公司承建的佛山市轨道交通 2 号线一期项目发生重大事故，目前该事件尚在调查中。新世纪评级将持续关注此事件可能对公司信用品质的影响。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到中交二航局新签业务合同持续增长、融资优势有望进一步显现、来自股东的约束有助于其控制财务风险等方面因素，决定调整公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性极高，并给与上述中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章



中交第二航务工程局有限公司

2017 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中交第二航务工程局有限公司 2017 年度第一期中期票据（简称“17 中交二航 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中交二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，对中交二航局的财务状况、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。

该公司于 2017 年 6 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 10 亿元中期票据发行额度，有效期至 2019 年 6 月 29 日。公司自成立以来银行间债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司累计注册发行债务融资工具概况

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
13 中交二局 PPN001	5	5	6.65	2013 年 10 月	未到期
14 中交二航 PPN001	5	3	6.30	2014 年 8 月	已到期兑付
17 中交二航 MTN001 ¹	5	3+N	5.35	2017 年 9 月	未到期

资料来源：中交二航局

该公司发行的债券资金用途基本为补充流动资金或偿还银行借款，公司完全按计划使用募集资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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

¹ 永续中票，计入“其他权益工具”。

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，经济发展质量和效率有望进一步提升。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态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度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，经济发展质量和效率有望进一步提升。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；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、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。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，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持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。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明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。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及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

该公司主要从事与建筑施工相关的承包、设计等业务，与固定资产投资规模高度相关，易受宏观经济环境及政策影响，周期性较明显。

(2) 行业因素

建筑施工行业

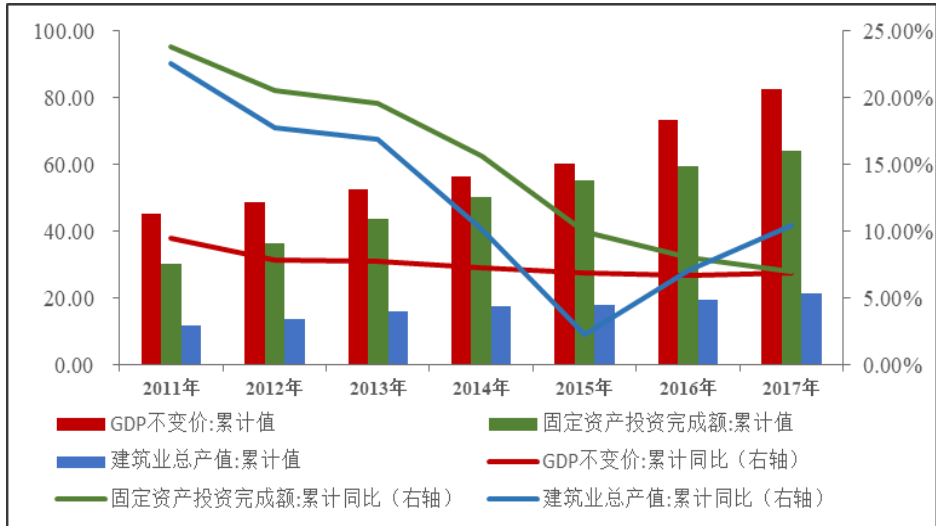
建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。目前国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。具有较强资金的大中型建筑施工企业有望获得更多的市场机会。

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，当年全国建筑施工业企业完成总产值 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工业产值变化趋势



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/态势

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，中国建筑和中國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。中交二航局依托中国交建平台，在保持桥梁、港航等方面优势的基础上，在公路和市政等方面日益表现出较强的业务承接能力。

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

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

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

该公司主业突出，建筑施工技术明显。跟踪期内，公司各细分业务板块收入占比有所波动，但营业收入、新签合同额持续增长，总体经营状况良好。公司基建施工资质较齐全，品牌美誉度较高，在手合同量充裕，可确保业绩的持续稳定。

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。该公司作为中国交建的核心子公司，营业规模在集团内排名前三，公司定位为“大土木、多元化”的建筑业一体化服务商，内部各分子公司坚持专业化定位，在各自领域做精做强。跟踪期内，公司除在桥梁及传统水工等传统领域保持优势外，公司在公路、市政工程方面发展良好。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
基建业务	建筑施工	国内/亚非拉/亚洲/东亚	横向规模化	规模/合同订单/技术/管理

资料来源：中交二航局

2017 年，该公司实现营业收入 500.82 亿元，较上年增长 8.82%，连续多年实现稳步增长。其中核心业务收入 456.67 亿元，占营业收入的 91.19%。公司其他主营业务主要包括与基建业务相关的基建设计、疏浚业务、房地产开发和物流及运输业务。2018 年第一季度，公司实现营业收入 109.12 亿元，较上年同期增长 14.43%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	417.08	460.25	500.82	109.12	95.36
其中：基建业务	376.92	420.61	456.67	97.29	89.40
在营业收入中所占比重	90.37%	91.39%	91.19%	89.16%	93.75%
其中：（1）桥梁工程	64.10	62.25	74.79	19.07	14.04
在核心业务收入中所占比重	17.01%	14.80%	16.38%	19.60%	15.70%
（2）公路工程	81.21	117.75	156.14	38.13	22.94
在核心业务收入中所占比重	21.55%	28.00%	34.19%	39.19%	25.66%
（3）港口与航道工程	87.18	115.23	92.51	22.77	23.73
在核心业务收入中所占比重	23.13%	27.40%	20.26%	23.40%	26.54%
（4）铁路工程	56.70	56.62	48.57	14.34	12.52
在核心业务收入中所占比重	15.04%	13.46%	10.64%	14.74%	14.00%
（5）市政工程	35.50	26.73	35.71	2.76	9.11
在核心业务收入中所占比重	9.42%	6.36%	7.82%	2.84%	10.19%
（6）其他基建工程	52.22	42.03	48.95	0.22	7.06
在核心业务收入中所占比重	13.85%	9.99%	10.72%	0.23%	7.90%
毛利率	11.31%	10.27%	9.33%	6.18%	7.16%
其中：桥梁工程	9.18%	7.97%	8.54%	7.32%	6.85%
公路工程	3.80%	7.37%	8.08%	6.43%	6.77%
港口与航道工程	14.79%	13.17%	7.40%	6.51%	7.40%
铁路工程	7.28%	3.05%	2.99%	2.11%	2.93%
市政工程	15.11%	15.31%	15.74%	9.15%	11.40%
其他基建工程	11.62%	5.65%	12.54%	13.23%	4.84%

资料来源：中交二航局

A. 基建业务

规模

该公司基建业务可以细分为桥梁工程、公路工程、港口与航道工程、铁路工程、市政工程和其他基建工程等，其中以公路工程、港口与航道工程和桥梁工程为主。公司的下属子公司中交二航局第一工程有限公司、中交二航局第二工程有限公司、中交二航局第三工程有限公司、中交二航局第四工程有限公司等 11 家子公司负责运营基建业务。

2017 年该公司基建业务收入为 456.67 亿元，较上年增长 8.57%，增速较上年有所下滑。从细分业务来看，2017 年公司桥梁工程、公路工程和港口航道工程合计占比仍维持在 60% 左右，为公司主要业务收入来源。因每年承接工程不同，各分类工程收入占总基建收入比重有所波动。其中，公司公路工程业务收入规模呈持续增长趋势，主要系我国道路运输业投资保持较快速度增长所致。同时因我国港口与航道投资下滑，公司传统主业港口与航道业务收入 2017 年明显下滑。

该公司基建施工业务区域分布较广，目前以国内业务为主，国内业务主要集中在华中、华东及华南等区域。随当年确认收入的工程不同，区域收入结构波动较大。2017 年华中、华南和华东区域收入占总营业收入比重达到 52%，单个区域收入占比不超过 18%。当年，公司来自前五大客户的收入占当年营业收入的 33.13%，存在一定的客户集中风险。公司客户类型主要为中交集团内部企业、政府下属城建投资集团等，主业资金回笼速度对地方财力有依赖性。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建前十大国内基建项目工程合同总额 278.77 亿元，已投资 94.84 亿元，已回款 94.85 亿元，尚有投资需求 183.93 亿元。

图表 7. 截至 2018 年 3 月末公司前十大²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	预计尚可回笼资金 ³
武汉经济技术开发区智慧生态城 PPP 项目社会投资人采购项目	投资	2016/12/15	2019/12/15	25.00	13.70%	3.10	18.64	2.91	0.52
中交二航局沪通长江大桥	铁路	2014/3/1	2018/5/1	38.89	96.90%	28.06	32.05	32.03	5.65
湖南益阳资江风貌带及城市西环线建设综合工程 PPP 项目	投资	2016/12/1	2022/12/1	36.23	5.71%	1.68	32.64	1.20	0.87
新疆昌吉公路工程（PPP）项目第五工程包	投资	2017/7/1	2020/8/30	31.50	2.70%	1.54	23.25	2.00	0.00
新建福州至厦门铁路站前工程施工总价承包 FX-6 标段	铁路	2017/9/30	2022/9/30	30.79	2.64%	1.00	28.29	0.85	0.00
京霸铁路三标	铁路	2016/12/30	2020/6/30	22.78	6.85%	1.54	20.42	1.00	0.56
乌鲁木齐东二环道路工程第一合同段	公路	2015/7/16	2017/10/16	25.89	58.92%	11.43	21.29	14.15	1.11
新建连云港至镇江铁路五峰山长江特大桥工程 LZDQSG-1 标段	铁路	2015/10/28	2018/12/28	27.92	57.80%	18.70	24.67	15.01	1.13

²按照合同金额排名。

³相对于已投资额，公司预计尚可回笼的资金。

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	预计尚可回笼资金 ³
郑万铁路河南段 ZWZQ-1 标	铁路	2016/4/1	2019/11/1	19.93	78.00%	14.97	18.04	13.63	1.92
新建徐州至淮安至盐城铁路站前工程施工总价承包 XYZQ-IV 标段	铁路	2016/1/1	2019/5/31	19.84	70.00%	12.84	18.29	12.07	1.82
合计	-	-	-	278.77	-	94.84	237.58	94.85	13.57

资料来源：中交二航局

该公司海外业务主要分布于中东、非洲、南美洲及东南亚等地区，收入结构与国内基建业务收入结构类似，以港口及航道工程、路桥工程为主，2017年，公司海外业务收入为 56.24 亿元，较上年增长 5.33%。

该公司承接的海外业务中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，少数通过公司自主投标。通过中国港湾或中国路桥承接的海外业务由中国港湾或中国路桥行使项目管理职能，公司承担分包任务。公司承接的海外项目的融资渠道主要为国家开发银行（简称“国开行”）及中国进出口银行（简称“口行”），其中又以国开行的资金为主。国开行给项目所在国优惠贷款，项目由监理证实项目进度后由所在国通过指定银行支付给中交二航局⁴；口行的项目贷款基本全部由项目所在国提供主权担保，融资成本很低，项目由监理证实进度后由口行直接付款给中交二航局。由于公司的海外项目多以美元计价，因此公司对汇率管理要求较高。在汇率管理方面，公司国际工程的工程物资绝大部分从我国国内购买，公司与物资供应商以美元和人民币组合计价签署合同，因此将工程物资部分的汇率波动锁定。总体上，公司海外市场区域多元化程度较高，可在一定程度上分散风险，但公司仍面临一定的地缘政治风险和汇率波动风险。截至 2018 年 3 月末，公司在建前十大海外项目合同总金额 150.50 亿元，已投资 68.53 亿元，已回款 67.67 亿元，尚有投资需求 81.97 亿元。未来公司将进一步扩张海外业务，计划将海外合同量扩展到不低于总合同量的三分之一。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司在建的前十大海外工程明细（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	预计尚可回笼资金
以色列 ASHDOD 码头	以色列	2014/9/1	2022/6/1	39.79	63.19	24.08	37.12	22.73	2.42
斯里兰卡南部高速公路延长段第四标段	斯里兰卡	2016/1/19	2019/1/19	13.00	57.31	7.45	11.89	7.19	0.44
文莱 PMB 跨海大桥道路及附属设施工程	文莱	2015/4/9	2018/4/9	11.67	95.96	8.13	10.89	8.96	2.24
马来西亚 SUKECA4 项目	马来西亚	2016/10/1	2019/4/1	14.50	17.34	1.58	12.42	1.67	0.85
马来西亚 MRT2 号线地下段 B 标 HKL 车站及区间工程	马来西亚	2017/4/1	2021/11/1	10.22	5.58	0.39	9.89	0.22	0.35

⁴区别于口行直接将款项付给公司的模式，国开行直接贷款给业主，公司和国开行无直接合作关系。

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	预计尚可回笼资金
马来西亚东部沿海铁路项目 ECRLZQ-6 标段	马来西亚	2017/6/1	2021/6/1	15.83	9.73	0.77	15.51	1.54	0.00
黑山共和国高速公路项目	黑山	2015/5/11	2019/5/11	14.31	50.78	6.41	13.52	5.67	1.60
塞尔维亚 E-763 高速公路 SURCIN-OBRENOV AC 段项目	塞尔维亚	2017/5/5	2020/1/5	12.97	22.62	2.01	11.96	2.42	0.51
肯尼亚蒙内铁路 4 标段	肯尼亚	2014/6/1	2016/9/1	16.78	98.45	16.52	17.17 ⁵	17.15	0.00
巴拿马 Amador 邮轮码头	巴拿马	2017/10/5	2019/3/29	10.74	7.82	1.20	9.95	0.12	0.72
合计	-	-	-	150.50	-	68.53	150.32	67.67	9.12

资料来源：中交二航局

技术与品牌

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，公司已拥有公路工程施工总承包特级（包括桥梁、隧道）、港口与航道工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级等资质，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 2017 年末，公司已承建过世界上最大跨径斜拉桥苏通长江大桥、世界上最长的跨海大桥杭州湾大桥、世界上最大跨径钢拱桥重庆朝天门大桥、世界最大桥隧组合工程上海长江隧桥等一批世界级桥梁；在水工建设方面，公司先后参与建设了黄骅港北防波堤、长江口深水航道整治二期等国家重点工程的建设。截至 2017 年末，公司共获得国家和省部级优质工程奖 206 项，包括詹天佑土木工程大奖 19 项、鲁班奖 14 项、国家优秀工程金奖 9 项、银质奖 18 项、中国市政工程金杯奖 5 项。此外，公司先后 7 次获国际桥梁协会大奖（包括“亚瑟·海顿奖”、“乔治·理查德森奖”、“古斯塔夫斯·林德恩斯奖”、“尤金·菲戈奖”），10 次获“菲迪克”工程项目奖，同时，还获得国际桥协“杰出结构工程奖”、英国“卓越结构工程大奖”、国际道路联盟全球道路成就奖。

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 17.27 亿元，较上年增长 8.27%。截至 2017 年末，公司在岗职工 9,436 人，其中经营管理和专业技术人员分别有 4,156 人和 3,601 人，具有高级职称 67 人，副高级职称 1,164 人。截至 2018 年 3 月末，公司拥有有效专利 1,059 项，其中发明专利 284 项（含共有专利），软件著作权 20 项；主编或参编国家行业规范 16 项；国家级工法 16 项。

市场地位

近两年该公司营业收入规模在中国交建各工程局内排名维持前三。同时，

⁵肯尼亚蒙内铁路属于施工过程中有新增工程量，施工合同额有变更，变更后的合同额为 16.78 亿元左右，该主合同项下还有部分材料调差没有最终谈定，因此还未签署正式协议。

公司为武汉市 10 强企业，在湖北省综合排名第 12 位。

该公司国内业务来源主要为独立参与招标获取或中国交建内部分包。2015~2017 年，公司新签合同金额分别为 501.89 亿元、609.00 亿元和 653.67 亿元，呈现逐年递增趋势。从新签合同结构来看，公司承接的工程以桥梁工程、公路工程 and 港口与航道工程为主，2017 年合计新签合同金额占新签合同总额的比重为 45.71%。此外，公司还承接铁路工程及市政工程，其中铁路工程近三年新签合同金额持续下滑，主要系铁路市场存在壁垒，铁路外企业获取订单存在一定难度。2015~2017 年末，公司在手未完工合同金额分别为 950.35 亿元、998.00 亿元和 1,315.85 亿元。

2018 年第一季度，该公司新签合同 112.96 亿元，其中桥梁工程无新签合同，主要系季节性因素所致；同期末，公司在手合同 1,354.05 亿元。公司新签合同及在手未完工合同规模较大，为公司未来几年收入提供了较好支撑。

图表 9. 公司近年承接工程情况（单位：亿元）

类型	新签合同金额				期末在手未完工合同金额			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
桥梁工程	32.08	49.00	72.02	0.00	59.11	79.00	158.00	162.59
公路工程	74.56	111.00	117.81	36.82	141.15	182.00	289.00	297.39
港口与航道工程	78.03	52.00	108.99	30.99	148.82	86.00	156.00	160.53
铁路工程	80.63	55.00	37.98	11.17	154.57	91.00	102.00	104.96
市政工程	26.88	45.00	70.98	30.17	50.87	73.00	98.00	100.85
其他基建工程	209.71	297.00	245.89	3.81	395.83	487.00	512.85	527.74
合计	501.89	609.00	653.67	112.96	950.35	998.00	1,315.85	1,354.05
其中：海外业务承接情况	63.95	66.66	87.43	7.86	82.69	100.74	111.54	114.67
投资模式承接业务情况	120.00	231.82	158.44	49.98	165.31	274.47	197.46	172.14

资料来源：中交二航局

成本与核算

该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专业分包，分包比例约为 35% 左右。在工程材料方面，公司主要建筑材料为钢材、水泥和沙石等，建材成本占营业成本的 30% 以上且 2016 年以来随原材料价格上涨占比有所提升。人工（包括劳务分包）约占营业成本的 6%~10% 左右。由于工程总造价均包含材料成本，因此公司易受材料价格波动的影响。

工程款的结算方式以具体项目合同约定为准，一般来说，业主需支付预付款、工程进度款、竣工验收款和质保金。预付款一般在工程开工时支付，通常占合同金额的 5%~10%；进度款在施工过程中按照每月进度的 70%~95% 支付，预付款在进度款中分期扣除；竣工验收后业主支付至工程结算额的 95%；剩余 5%~10% 是质保金，通常在质保期⁶结束后一次性付清。

⁶ 质保期一般为 2 年。

图表 10. 近三年基建施工业务成本构成情况（单位：亿元）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工成本	26.96	7.29%	24.20	5.87%	25.92	5.72%
其中：劳务分包成本	11.97	—	10.24	—	11.02	—
建材成本	115.93	31.35%	158.59	38.47%	181.60	40.05%
分包成本	116.81	31.59%	134.63	32.66%	157.00	34.62%
燃料成本	2.99	0.81%	3.18	0.77%	3.88	0.86%
其他成本	107.11	28.97%	91.66	22.23%	85.07	18.76%
合计	369.78	100.00%	412.26	100.00%	453.47	100.00%

资料来源：中交二航局

B. 投资业务

除竞标型工程项目外，该公司还以控股或参股方式开展与工程承包主业相关的投资业务，通过投资模式承接施工业务，投资模式有 BT 和 PPP 等模式。2017 年公司投资模式新签合同额占当年公司新签合同额的比重为 24.24%，同期末在手合同金额占比为 15.01%，占比较上年末显著下降，主要系在手 BT 项目完工进入回购期所致。2015-2017 年公司投资拉动的项目实现收入分别为 64.02 亿元、52.41 亿元和 56.82 亿元。其中，通过 PPP 拉动的工程施工收入分别为 0.00 亿元、10.40 亿元、36.55 亿元。

该公司承接的公路、桥梁、市政、水工等领域的投资项目通常由公司自主开拓、独立投资，对于规模更大的铁路或地铁项目多由中国交建主导投资，公司承包部分标段。为控制风险，经信息整理筛选后由公司投资事业部负责项目初评，通过初评的项目交由公司总部各相关职能部门评审，通过后交由总经理办公会审议，再由公司董事会讨论，最后上报中国交建，由中国交建组织专业评审、专家评审、总裁办公会及董事会讨论通过。

该公司主要通过在地项目所在地设立项目子公司，由子公司自行融资，并进行 BT 项目管理。公司 BT 项目建设期一般为 2~3 年，回购期从项目完成一定比例后开始，回购期一般为 3 年，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。公司近年来承接的 BT 项目多位于江苏、湖南、黑龙江、重庆等地。BT 项目发挥了公司集投资、设计及施工总承包于一体的综合优势，既降低了公司在项目承包上的竞争压力，也可以增加工程承包主业的利润空间。但 BT 项目前期投入资金大，竣工结算速度取决于政府支付能力。截至 2017 年末，公司 BT 项目已全部进入回购期，后续无新投资计划，共有 BT 项目 15 个，累计投资额 136.64 亿元，累计已回款 113.65 亿元，预计 2018 年收到回购款为 17.81 亿元。

图表 11. 截至 2017 年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	合同回购基数	开始回购日期	回购期	已投资额	累计回笼资金
海门填海造地	100%	10.02	2012	7	11.07	13.05
南京浦口	100%	6.29	2013	5	5.20	4.00
哈尔滨市政	100%	10.40	2012	9	11.30	10.18

项目名称	公司持股比例	合同回购基数	开始回购日期	回购期	已投资额	累计回笼资金
东湖高新	100%	11.00	2013	6	8.64	9.09
军山	100%	5.88	2012	6	5.44	4.53
株洲五桥 ⁷	100%	5.92	2011	6	5.92	7.31
株洲六桥	100%	7.92	2014	4	7.20	9.51
南充铁路	100%	10.61	2013	6	10.30	6.29
南充码头 ⁸	100%	7.00	2014	4	5.72	0.78
东风大道	100%	16.84	2013	6	23.69	21.27
常德尚德路	100%	20.86	2014	7	2.89	1.02
安陆市政	100%	2.30	2016	4	2.30	0.98
孝感市政	30%	18.00	2014	5	8.43	7.36
湘潭芙蓉大桥	20%	5.92	2013	5	5.92	7.32
横琴二桥 ⁹	50%	22.60	2015	3	22.60	10.96
合计	-	-	-	-	136.64	113.65

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

2015 年以来，该公司投资项目逐渐从 BT 模式转向 PPP 模式。公司 PPP 模式项目参与方式基本为与当地政府合作成立 PPP 项目公司（即 SPV 公司），按照所持项目公司股份出资，PPP 项目投融资建设运营等全部由 SPV 公司负责，而后 PPP 项目工程由公司承接。对于公司自行投资的 PPP 项目中带有经营性质的项目，公司计划部分通过公司自行运营，部分联合社会专业运营公司进行运营管理。目前公司已开工建设的 PPP 项目有襄阳庞公桥项目、潜江集镇污水处理项目、重庆忠县新生港码头项目等。

SPV 公司的落地是 PPP 项目工程施工和融资的前提，截至 2018 年 3 月末，公司累计中标 PPP 项目 24 个，其中并表 10 个。参与投资成立 SPV 公司 24 个，已获金融机构融资的项目共 10 个。同期末，公司已投入资金 9.59 亿元，还需投入 57.09 亿元。

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 投资项目可为该公司带来投资收益，故项目整体收益较高，但也加大了公司风险，尤其是融资成本上升带来的风险以及来自 PPP 项目自身的收益不确定风险和政府信用风险。公司并表 PPP 项目情况，详见附件三。

C. 其他主营业务

该公司其他主营业务均围绕基建施工主业，包括物流与运输业务、设计业务及房地产开发业务等。

该公司工程物资贸易业务的开展主要是为公司进行大宗物资的集中采购，

⁷回购款中包含 1.41 亿元征地补偿款。

⁸南充码头项目已完成工程验收，目前回款较慢，公司正与业主方协商质押土地变现以实现款项顺利回收。

⁹该项目为公司与中交第四公路局有限公司合作项目，各持股 50%，整个项目累计已投资 22.60 亿元，其中公司投资 11.30 亿元，已回笼资金 10.96 亿元，项目目前未结算，还有部分回购资金未到位。

该业务由武汉航科物流有限公司（简称“航科物流”，原名“中交二航局物流发展有限公司”）负责，航科物流主要从事国内外大型工程项目所需钢材、水泥、专用材料等相关物资贸易、建材租赁、采购服务等业务，航科物流经营的工程物资约 50% 用于公司内部项目，50% 用于外部销售。对外销售的物资一般在交货后扣除质保金外的金额一次性收款，对应收账款影响较小。航科物流经营的工程物资采取按需采购的方式。完成内部销售收入抵销后，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司实现物流与运输业务收入分别为 12.27 亿元、11.75 亿元、15.52 亿元和 4.29 亿元。

图表 12. 公司近年来工程物资采购额及销售额（单位：万元）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购	销售	采购	销售	采购	销售
钢材	171,674.68	173,803.55	217,249.33	220,962.1	345,681.84	352,286.31
砼材	43,846.53	46,441.32	29,005.75	31,227.63	42,830.09	43,930.36
专材	5,641.78	6,540.68	3,158.8	3,332.9	7,995.36	8,287.04
海外直接材料	19,302.99	19,518.31	30,537.67	30,929.55	62,766.94	63,913.72
其他	979.51	1,034.74	270.09	279.04	4,786.46	4,933.52
合计	241,445.49	247,338.60	28,0221.64	28,6731.22	464,060.69	473,350.95

注：中交二航局提供，销售额含对内销售。

该公司设计业务由公司本部的局机关技术中心（简称“技术中心”）及中交武汉港湾工程设计研究院有限公司（简称“武港院”）负责，公司主要为政府相关行业主管部门、国有企事业单位、大中型私营企业提供有关建设、监管、运营，房地产、物流行业等的相关咨询和设计服务。咨询项目一般为合同生效后 7 个工作日内客户支付咨询总费的 30%，报告文件通过评审后 15 个工作日内客户支付咨询费总额的 60%，公司向客户提交研究报告最终成果后 15 个工作日内，客户结清剩余咨询费总额 10% 的尾款。设计项目一般根据提交设计文件的阶段和进度、设计图纸的审查、政府部门的审批及施工实施进度按比例支付，尾款（5~10% 不等）一般在工程交工验收或质量保修期后结清。公司多项工程设计及咨询成果均荣获湖北省优秀工程咨询成果奖、湖北省勘察设计奖等。2015-2017 年及 2018 年一季度，公司实现设计业务收入分别为 4.65 亿元、4.53 亿元、3.89 亿元和 0.99 亿元。

该公司房地产业务运营主体为中交二航局城市投资发展有限公司（简称“二航局城投”）。截至 2018 年 3 月末，二航局城投持有在售项目两个，其中中交江锦湾项目已完工，中交康桥项目在建；在建未售项目 1 个，为华中中交城 A 区项目，预计 2020 年 4 月完工开售；拟建项目 2 个，物业类型以住宅和商业为主。项目预计总投入 56.71 亿元，截至 2017 年末已完成项目投入 29.52 亿元，尚待投入 27.19 亿元。同期末，在售面积 45.01 万平方米，已售 34.22 万平方米，累计合同销售金额 20.11 亿元。总体看公司在售项目去化情况尚可，未来资金需求仍较大。

图表 13. 在建房地产项目（单位：万平方米，亿元）

项目名称	所在地	项目性质	项目状态	总投资	已投资规模	开工开工时间	竣工竣工时间	总建筑面积/规划建筑面积	已竣工面积	总可售面积	累计已售面积	累计销售金额	已回笼资金	预计尚可回笼资金
中交康桥	重庆市江津双福新区	住宅、商业	在建	9.28	8.50	2012.6.7	2019.12.30	26.60	24.08	25.76	19.07	7.48	7.44	2.78
中交江锦湾	湖北省武汉市青山区	商业、住宅	已完工	17.48	16.28	2012.11	2016.12	25.70	25.70	19.25	15.15	12.63	12.94	6.49
华中 中交城 A 区	武汉市经开区	商业	在建	11.66	3.42	2017.6.29	2020.4	16.00	-	-	-	-	-	-
东北 中交城	辽宁省大连市	商业	拟建	14.96	0.81	2018.11.11	2023.11.11	17.84	-	-	-	-	-	-
华中 中交城 B 区	武汉市经开区	商业	拟建	3.33	0.51	2018.7	2020.4	10.00	-	-	-	-	-	-
合计		-	-	56.71	29.52	-	-	96.14	49.78	45.01	34.22	20.11	20.38	9.27

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

土地储备方面，截至 2017 年末，该公司房地产业务累计土地储备 2 块，待开发土地面积 4.39 万平方米，全部系商业用地。项目规划建筑面积 27.84 万平方米，分别位于大连金普新区湾里街道和湖北省武汉市经济技术开发区，土地成本为 2.96 亿元，尚有 1.34 亿元出让金待缴纳。

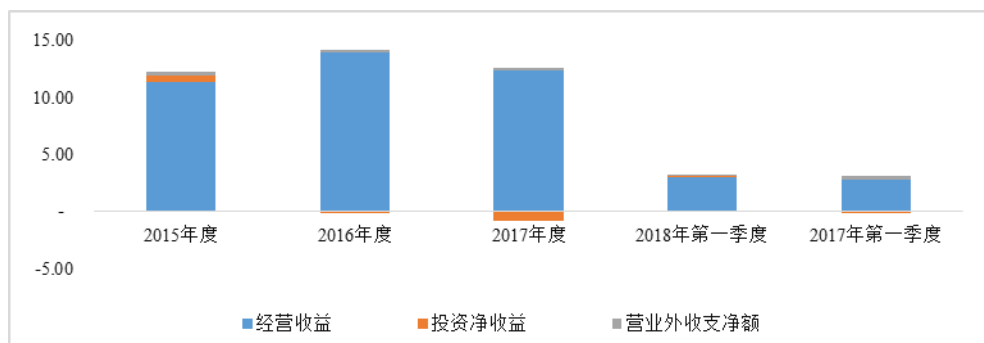
图表 14. 截至 2017 年末公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

持有待开发土地区域	所在地	土地用途	取得方式	取得时间	持有待开发土地面积	土地出让总金额	已支付土地出让金额	规划建筑面积	权益比例
大连金普新区湾里街道	辽宁省大连市	商业\公寓\办公	挂牌	2017 年 12 月 27 日	4.39	2.69	1.35	17.84	95%
武汉市经开区 204M 地块	湖北省武汉市	商务用地	挂牌	2015 年 4 月	1.33	0.27	0.27	10.00	100%
合计		-	-	-	5.72	2.96	1.62	27.84	

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中交二航局所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业经营，2015~2017 年营业毛利分别为 47.17 亿元、47.27 亿元和 46.72 亿元。2015~2017 年公司综合毛利率分别为 11.31%、10.27% 和 9.33%，呈下滑趋势，主要系建筑施工行业竞争加剧所致。其中除公路工程毛利率有所增长外，桥梁工程、港口航道工程、铁路工程毛利率均出现不同程度的下滑。

图表 16. 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）	417.08	460.25	500.82	109.12	95.36
毛利（亿元）	47.17	47.27	46.72	6.74	6.83
期间费用率	5.53%	5.71%	5.71%	2.90%	3.85%
其中：财务费用率	0.22%	0.25%	0.18%	-0.37%	0.20%
全年利息支出总额（亿元）	4.72	2.68	2.96	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.05	-	-	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

从费用支出情况来看，2015~2017 年该公司期间费用分别为 23.05 亿元、26.28 亿元和 28.58 亿元，期间费用率分别为 5.67%、5.53% 和 5.71%。公司期间费用主要为管理费用，同期占期间费用比重分别为 94.94%、94.05% 和 95.51%。公司管理费用主要由管理人员薪酬和技术开发费、办公差旅费等组成，近三年管理费用增长较快，主要系技术开发费逐年增长所致。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、差旅交通费和办公费用等组成；2017 年公司财务费用主要为债券利息支出和金融机构手续费，净利息支出仅为 0.82 亿元。相比建筑行业内企业，公司期间费用控制较好。近年来，由于公司铁路、地铁等新领域竞价较低，导致部分项目存货跌价准备较高，资产减值损失上升较快，2015~2017 年分别为 1.76 亿元、3.00 亿元和 4.70 亿元，其中 2017 年坏账损失 1.85 亿元，存货跌价损失 2.85 亿元。

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 0.59 亿元、-0.12 亿元和 -0.77 亿元。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，2016-2017 年公司呈现投资亏损状态，主要因为权益法核算下的长期股权投资中的湖北中交嘉通高速公路发展有限公司¹⁰及成都城建投资管理集团有限公司¹¹亏损所致。同期，公司营业外收入分别为 0.43 亿元、0.34 亿元和 0.30 亿元，主要由政府补助构成。

2015~2017 年，该公司实现净利润 10.21 亿元、11.06 亿元和 9.91 亿元，呈增长趋势；净资产收益率分别为 15.59%、13.92% 和 10.56%，公司整体盈利能力一般，且持续弱化。

¹⁰湖北中交嘉通高速尚处运营初期，2017 年权益法下确认的投资损益为 -9,537.31 万元。

¹¹成都城建投资管理集团有限公司为建筑装配化公司，筹建于 2016 年年底，由于成立时间尚短，2017 年权益法下确认的投资损益 -161.50 万元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益（万元）	5,928.86	-1,229.51	-7,742.88	344.79
其中：权益法核算的长期股权投资因被投资单位损益变动确认的投资收益	5,928.86	-2,469.70	-8,385.28	288.17
其中：成本法核算的可供出售金融资产持有期间取得股利产生的投资收益	-	1,240.19	535.45	56.62
营业外收入（万元）	4,273.93	3,419.03	3,024.28	612.65
其中：处置固定资产利得	591.95	389.65	413.94	
政府补助利得	1,760.43	2,116.29	2,661.29	330.07
销售废弃物料	586.55	609.53	32.04	-
其他	1,313.80	275.75	312.36	-

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

该公司计划未来在保持传统业务稳定发展的基础上，大力拓展新兴业务，进一步丰富“大土木”的内涵和外延。围绕城镇化，转向关联朝阳产业，在城市综合体、海绵城市、城市管廊、房建、环保、机场等业务上重点跟踪；围绕国家海洋战略和海洋经济，进一步拓展海洋战略业务；灵活采用战略并购、投融资等多种方式，涉足水利水电业务。

此外，该公司将跟随“一带一路”国家战略和中国交建“全面建成具有国际竞争力的一流企业”的目标，推进“海外优先”战略落地。“十三五”期间，公司海外项目贡献度确保与中国交建基建板块海外贡献度增速同步，力争国际化发展指标走在前列。至“十三五”末，力争海外板块利润指标占公司利润总额的 30%。

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。公司董事长任职发生变动，其他管理层保持稳定。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。

跟公司产权结构清晰，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。

跟踪期内，该公司原董事长王世峰因中交集团内部工作调动，不再担任公司董事长，公司原党委副书记由瑞凯接任董事长职务。由于公司经营管理制度较为成熟，管理人员变动对公司经营实际影响较小。

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，采用参照市场价格与集团内部竞价相结合的定价策略。2017

年，公司作为分包方向关联方提供劳务实现收入 127.76 亿元，占营业收入的 25.51%；作为总包方接受关联方劳务发生金额 193.99 亿元，向关联方采购原材料发生金额 17.53 亿元，合计占营业成本的 46.58%。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 117.70 亿元，应付关联方 225.44 亿元。

图表 18. 2017 年末公司关联方应收应付款项（单位：亿元）

项目		金额
应收关联方	应收账款	24.59
	预付款项	16.22
	应收利息	0.05
	应收股利	0.31
	其他应收款	31.86
	长期应收款	44.67
	合计	117.70
应付关联方	短期借款	3.00
	长期借款	7.00
	应付账款	78.49
	应付票据	1.81
	预收款项	13.01
	应付股利	0.79
	其他应付款	82.87
	长期应付款	38.47
	合计	225.44

资料来源：中交二航局 2017 年审计报告

根据该公司所提供的 2018 年 5 月 14 日《企业信用报告》，跟踪期内公司过往信贷中有 1 笔不良或关注记录¹²，但目前存续债务中无不良记录。截至 2018 年 3 月末，公司待偿债券余额 10.00 亿元，付息正常。诉讼方面，2017 年公司作为被告方涉及 5 起法律诉讼，涉及金额 4,835.60 万元，主要系分包合同纠纷引起，截至 2018 年 3 月末相关诉讼均在审理中。施工安全方面，跟踪期内，公司子公司中交二航局第三工程有限公司承建的佛山地铁 2 号线一期工地突发透水，引发隧道和路面坍塌事故，共造成 11 人死亡、1 人失联、8 人受伤。广东省政府已成立事故调查组对事故开展调查。目前该事件仍处调查中。

图表 19. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	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	2018/5/14	无法提供	1 笔不良或关注,均已还清	无	无

¹²根据中交二航局提供的说明文件显示，跟踪期内发生的欠息贷款系建行武汉江岸支行到息日付款失败造成，公司已于次日通过人工转账支付成功。

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
各类债券还本付息	万得资讯	2018/5/14	无	无	无	无
诉讼	公司年报	2018/5/14	无	有	有	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/5/14	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2018/5/14	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2018/5/14	无	无	佛山地铁坍塌事件	无

资料来源：根据中交二航局所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司负债经营程度较高，债务结构以流动负债为主，但流动负债集中为应付账款，短期刚性债务偿债压力可控。且由于公司对应收账款积极管理，公司经营性现金流表现较好。同时充足的货币资金存量对即期债务偿付形成了有效缓冲，偿债能力很强。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，预计债务规模或将继续扩张。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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。

2017 年，该公司纳入合并范围的二级子公司共 33 家，较上年减少 1 家。其中通过收购股权形式纳入合并范围 1 家、新设立 7 家，注销 9 家。具体变动情况如下表。

图表 20. 2017 年公司合并范围主要变化情况（单位：亿元、%）

序号	公司名称	主营业务	控股比例	注册资本	增减	变动原因	级次
1	长江国际水利水电工程建设有限公司	水利水电工程	65.00	1.20	增	并购	2
2	中交（大连）置业发展有限公司	房地产开发	95.00	1.00	增	设立	2
3	中交二航局南方工程有限公司	土木工程建筑	100.00	1.00	增	设立	2
4	襄阳中交二航庞公大桥建设有限公司	大桥建设	80.00	3.00	增	设立	2
5	中交（武汉）建设管理实业有限公司	市政公用	49.50	1.00	增	设立	2
6	中交二航局成都城市建设工程有限公司	房屋建筑施工	100.00	3.00	增	设立	2
7	西藏二航建设工程有限公司	公路工程	100.00	2.00	增	设立	2
8	孝感中交二航建设发展有限公司	市政工程	80.00	1.00	增	设立	2
9	中交二航海阳建设置业发展有	房地产开	100.00	3.60	减	转让	2

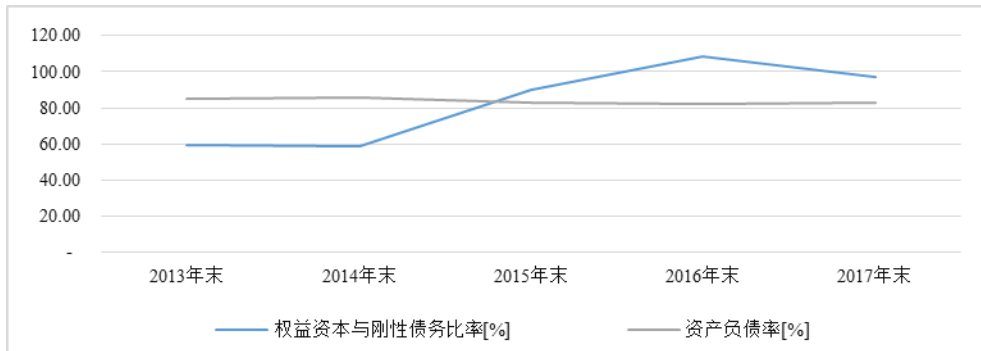
序号	公司名称	主营业务	控股比例	注册资本	增减	变动原因	级次
	限公司	发					

资料来源：中交二航局 2017 年审计报告

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：根据中交二航局所提供数据绘制。

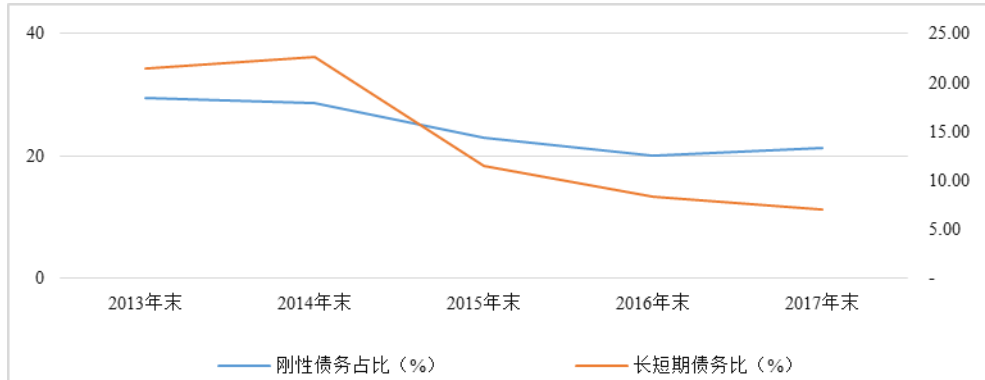
该公司所处工程建设行业结算周期较长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，随着业务规模及对外投资的扩大，公司资金需求逐年增加，负债规模也逐年扩大。2015~2017 年末，公司负债总额分别为 359.30 亿元、397.55 亿元和 505.88 亿元。资产负债率维持在较高水平，同期末分别为 82.95%、82.37% 和 83.14%。

2015 年中国交建向该公司增资 8.08 亿元，且随着自身经营积累，公司资本实力逐年增强，但权益资本对刚性债务覆盖程度依然较低。2017 年末，公司权益资本与刚性债务比例降至 0.97。

近年来，该公司主业发展良好，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 2.01 亿元、4.56 亿元和 3.93 亿元。截至 2017 年末，公司所有者权益余额为 102.56 亿元，其中未分配利润为 39.32 亿元，占公司权益资本总额的 38.34%。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 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
刚性债务 (亿元)	88.06	97.76	82.74	78.94	106.21	103.41
应付账款	122.01	142.51	158.08	169.69	210.28	187.72
预收款项	46.95	48.09	54.72	64.58	84.68	83.04
其他应付款	16.62	25.64	31.62	46.56	59.15	70.69
长期应付款	5.20	10.02	10.28	11.66	17.82	23.86
刚性债务占比 (%)	29.48%	28.49%	23.03%	19.86%	21.00%	20.65%
应付账款占比 (%)	40.84%	41.53%	44.00%	42.68%	41.57%	37.49%
预收账款占比 (%)	15.72%	14.01%	15.23%	16.25%	16.74%	16.58%
其他应付款占比 (%)	5.56%	7.47%	8.80%	11.71%	11.69%	14.12%
长期应付款占比	1.74%	2.92%	2.86%	2.93%	3.52%	4.76%

资料来源：根据中交二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 11.52%、8.43%和 6.99%，2017 年末流动负债和非流动负债余额分别为 472.81 亿元和 33.07 亿元。从负债构成来看，公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付款及长期应付款组成。2017 年末公司刚性债务余额为 106.21 亿元，较上年末增长 34.55%，刚性负债占负债总额的 21.00%。同期末应付账款余额为 210.28 亿元，较上年末增长 23.92%，占负债总额 41.57%，是负债中最主要的构成部分，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 84.68 亿元，较上年末增长 31.12%，主要为已收到但尚未办理结算的款项；其他应付款余额为 59.15 亿元，较上年末增长 27.04%，主要为应付内部往来款、各类保证金及应付各种经费等；长期应付款为 17.82 亿元，较上年末增长 52.79%，其中主要为应付分包方长期质保金。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
短期刚性债务合计	42.73	46.19	58.37	61.93	92.09	88.23

其中：短期借款	13.73	15.72	11.51	7.91	26.25	17.90
一年内到期的长期借款	11.30	5.29	16.29	16.78	9.88	8.24
应付票据	17.45	23.86	30.06	36.39	53.81	60.86
其他短期刚性债务	0.25	1.32	0.52	0.85	2.16	1.23
中长期刚性债务合计	45.33	50.91	23.91	16.67	13.66	15.18
其中：长期借款	40.39	41.00	13.97	11.70	13.66	15.18
应付债券	4.94	9.91	9.94	4.97	-	-

资料来源：根据中交二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 92.09 亿元，占刚性债务的 86.71%，较上年末增长 48.70%。

该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和应付票据构成。2017 年末，短期借款 26.25 亿元，全部为信用借款，利率区间为 1.00%~4.90%，其中利率为 1.00% 的贷款 3.00 亿元，系中交建设下属中交财务有限公司（简称“中交财务公司”）给予的贷款；一年内到期的长期借款 9.88 亿元，包含一年内到期的长期借款 4.89 亿元和一年内到期的应付债券 4.99 亿元。同期末应付票据 53.81 亿元，主要为应付银行承兑汇票（44.15 亿元），较上年末增长 47.85%，主要系增加票据支付上游货款比例所致。公司中长期债券主要为长期借款和应付债券，2017 年末，公司长期借款 13.66 亿元，其中 11.02 亿元为信用借款，利率区间为 2.75%-4.99%；同期末应付债券全部转为一年期。

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 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	193.77	172.60	137.62	114.37	126.00
营业收入现金率	100.73%	106.99%	109.10%	124.93%	115.44%
业务现金收支净额（亿元）	39.16	40.91	102.61	96.67	66.55
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.09	8.62	5.70	2.30	27.64
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	15.46	20.21	69.81	60.80	49.18
EBITDA（亿元）	17.82	18.95	22.17	24.52	21.61
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.20	0.25	0.30	0.23
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.76	3.25	4.70	8.96	7.29

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

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

额。

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，公司通过推进项目结算、加强应收账款回收来提高运营效率，公司营业周期逐年减少，2017 年降至 114.37 天。公司债权债务管理部对应收账款采取积极的管理，一方面完善内部债权清收责任制，加强结算收款工作，另一方面与银行合作开展应收账款流动化基金投资¹³，售出的应收账款通常不附追索权，从而减少应收账款增加经营性现金流入（相应融资费用计入财务费用），收现比率获得有效提升。2015~2017 年公司营业收入现金率分别为 109.10%、124.93%和 115.44%。同期经营性现金净流量分别为 69.81 亿元、60.80 亿元和 49.18 亿元。公司经营性现金流波动主要受主业收支影响，同期，业务现金收支净额分别为 102.61 亿元、96.67 亿元和 66.55 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金及支付其他与经营活动有关的现金主要为收到和支付的工程保证金，经过多年的运营，公司该部分资金已形成良性循环，近三年其他因素现金收支净额持续为正。

2015~2017 年该公司 EBITDA 分别为 22.17 亿元、24.52 亿元和 21.61 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，其中利润总额占比最高，是影响 EBITDA 波动的主要因素。同期，公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的覆盖程度较好。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-5.96	-3.74	-5.22	-4.05	-9.39
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	-9.23	-9.97	-12.90	-13.40	-9.63
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-14.90	-13.69	-18.69	-17.32	-17.30

资料来源：根据中交二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-18.69 亿元、-17.32 亿元和-17.30 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 项目公司支付的资本金。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盾构机、购买周转材料等的净支出。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。

¹³应收账款流动化基金即类似债权买断保理概念。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额 ¹⁴	-1.10	-2.9	7.68	-2.57	6.04
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	5.00
债务类净融资额 ¹⁵	13.66	-8.20	-23.13	-13.82	6.45
其中：现金利息支出	2.73	4.79	1.99	2.73	2.96
筹资环节产生的现金流量净额	15.06	-5.32	-11.66	-16.39	12.48

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

该公司外部融资渠道主要为银行借款。由于公司经营活动产生的现金流持续净流入，可对公司投资需求形成一定补充，2015-2017 年，公司债务性融资表现为净流出，分别净流出 8.20 亿元、23.13 亿元和 13.82 亿元。权益类融资方面，2015 年公司收到中国交建 8.08 亿元增资款，2016 年子公司中交（涟水）城市建设有限公司收到少数股东投资 1.30 亿元，2017 年子公司吸收投资 4.97 亿元，发行永续债收到 5.00 亿元；同期分配股利支付的现金分别为 2.01 亿元、4.56 亿元和 3.93 亿元。总体看，由于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 27. 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%）	241.26 68.77%	260.40 65.07%	278.90 64.39%	336.02 69.62%	431.17 70.86%	424.56 70.14%
其中：现金类资产（亿元）	33.71	36.01	75.82	102.81	147.01	98.92
应收账款（亿元）	59.33	82.43	52.56	57.54	51.35	59.86
存货（亿元）	91.45	86.65	72.56	87.44	127.35	144.63
预付款项	11.40	13.90	18.10	15.07	16.99	18.59
其他应收款	19.80	21.37	17.50	25.51	38.33	43.25
一年内到期的非流动资产	24.16	19.64	41.76	45.05	44.28	50.53
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	109.55 31.23%	139.79 34.93%	154.26 35.61%	146.63 30.38%	177.27 29.14%	180.72 29.86%
其中：固定资产（亿元）	19.91	23.15	26.75	30.05	29.99	30.27
在建工程（亿元）	2.54	2.13	5.04	0.68	3.29	3.69
长期应收款（亿元）	69.61	92.92	96.95	85.90	105.74	106.33
无形资产（亿元）	7.27	6.71	6.45	6.25	6.44	6.37
长期股权投资（亿元）	8.38	11.91	14.96	17.97	26.85	29.09
期末全部受限资产账面金额（亿元）			4.88	15.73	20.03	

¹⁴ 等于吸收投资收到的现金+发行永续债收到的现金-分配股利

¹⁵ 等于取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金-现金利息支出

受限资产账面余额/总资产(%)			1.13	3.26	3.29
-----------------	--	--	------	------	------

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

该公司资产总额不断增长，2015~2017 年末分别为 433.16 亿元、482.64 亿元和 608.44 亿元。公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产为 431.17 亿元，占资产总额的 70.86%；非流动资产为 177.27 亿元，占资产总额的 29.14%。

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、预付款项和其他应收款构成，2017 年末余额分别为 147.01 亿元、51.35 亿元、127.35 亿元、44.28 亿元、16.99 亿元和 38.33 亿元。其中，公司应收账款主要为应收客户工程款，其中 75.58% 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 18.66 亿元，占比 33.13%，应收对象主要为控股股东及集团内其他关联方；公司债权债务管理部对应收账款采取积极的管理，一方面完善内部债权清收责任制，加强结算收款工作，另一方面与银行合作开展应收账款流动化基金投资，售出的应收账款通常不附追索权。2017 年出售应收账款 19.50 亿元，因出售应收账款发生资产损失 1.20 亿元。公司存货主要由工程施工（已完工未结算款）、原材料和周转材料（包装物、低值易耗品等）构成，2017 年末工程施工账面价值占存货的 82.65%。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 BT 项目款）构成。公司预付款项主要为未结算的预付工程款。公司其他应收款主要为垫资性质的应收保证金及与中国交建内部的往来款项等。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 145.88 亿元和 1.13 亿元，受限货币资金仅为 0.32 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款、无形资产和长期股权投资构成，2017 年末余额分别为 29.99 亿元、105.74 亿元、6.44 亿元和 26.85 亿元。其中，固定资产主要由机器设备、房屋建筑物、船舶和运输设备等构成，以机器设备为主。长期应收款主要为应收工程各项保证金、BT 合同等长期应收款项及收款期一年以上的工程款和委托贷款等。长期股权投资系对合营、联营企业的投资，其中以对湖北中交嘉通高速公路发展有限公司、武汉中交沌口长江大桥投资有限公司及中交镇江投资建设管理发展有限公司的投资居多。

图表 28. 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	55.18
BT 合同等长期应收款项	45.84
收款期为一年以上的工程款	48.23
委托贷款 ¹⁶	0.91

¹⁶委托贷款系借予中交集团子公司中交西南投资发展有限公司，期限 5 年，利率 5%。

构成明细	年末账面价值
减：一年内到期	44.23
长期应收减值准备	0.19
合计	105.74

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

2018年3月末，该公司资产总额为605.28亿元，与年初持平，流动资产较年初略有下降1.53%至424.56亿元，非流动资产较年初略有增长1.94%至180.72亿元。当期末，现金类资产较年初下降32.71%至98.92亿元，主要系当期支付工程款增加所致；应收票据较上年末增长29.23%至2.36亿元；应收账款较上年末增长16.58%至59.86亿元；其他资产构成较年初变化不大。

该公司资产受限主要系保证金及长期借款抵押形成，2017年末公司受限资产账面价值为20.03亿元，较上年末增长27.34%，在总资产中占比3.29%。其中，因长期借款质押的长期应收款15.66亿元，占受限资产的78.18%。总体来看，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。

图表 29. 公司资受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	2017 年末余额	受限原因
货币资金	0.31	保证金或被监管
固定资产	15.66	长期借款质押物
无形资产	4.06	长期借款质押物
合计	20.03	—

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率	98.06%	93.03%	86.57%	91.64%	91.19%	92.25%
速动比率	56.26%	57.11%	58.43%	63.68%	60.66%	56.78%
现金比率	13.70%	12.86%	23.53%	28.04%	31.09%	21.49%

资料来源：根据中交二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91.19%，同时受制于存货规模过大，同期末速动比率仅为60.66%。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31.09%，可为即期债务偿还提供较好支持。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司未对合并范围外企业提供担保。同期末，公司涉及 5 起法律诉讼，涉及金额 4,835.60 万元，主要系分包合同纠纷引起，目前均在审理中。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要负责管理和投融资职能，具体施工业务由各分子公司根据自己的专业进行承接。公司财务实行集中管理制度，所有子公司无独立融资权限，子公司获取银行授信仅限于办理以自身名义中标的项目保函授信且需提交母公司批准。2017 年末，母公司货币现金余额为 136.89 亿元，占合并口径货币资金比重 93.84%。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 105.75 亿元，其中母公司刚性债务为 72.34 亿元，占比 68.41%。2017 年，母公司实现营业收入 438.04 亿元，净利润 8.87 亿元，经营性现金净流入 56.98 亿元，投资活动现金净流出 21.23 亿元。

外部支持因素

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 530.00 亿元（含中交财务公司授信 17.50 亿元），其中银行授信（包含贷款¹⁷、保函、银行承兑汇票等授信额度）512.50 亿元，尚有未使用银行授信额度为 172.5 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。此外，2018 年 5 月，经中国交建批准，公司拟向工农建交等主要商业银行申请新增授信额度 149 亿元，目前相关授信手续正在办理中。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 银行授信	已使用授 信	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	530.00	512.50	340.00	-	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	20.00	20.00	9.00	-	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	313.00	313.00	274.00	-	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	59.06%	61.07%	80.59%	-	

资料来源：根据中交二航局所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

此外，该公司作为中国交建核心子公司，能够获得中国交建在资金或业务方面的支持，并接受中国交建管控。资金方面，2017 年，中国交建通过中交财务公司给予公司 3.00 亿元委托贷款，借款利率 1.00%。此外，中交财务公司给予公司 17.50 亿元授信额度。管控方面，中国交建要求公司所有投资项目必须交由中国交建审批；并要求公司资产负债率不得超过 85%，经营性

¹⁷2017 年末，中交二航局本部银行贷款授信 186.00 亿元，尚未使用 159.76 亿元。

现金流净额持续为正。

跟踪评级结论

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。公司董事长任职发生变动，其他管理层保持稳定。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。

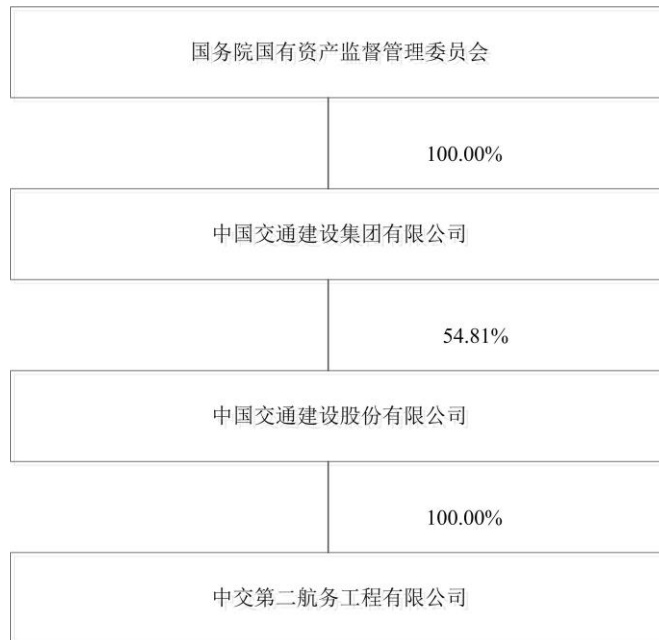
该公司主业突出，建筑施工技术明显。跟踪期内，公司各细分业务板块收入占比有所波动，但营业收入、新签合同额持续增长，总体经营状况良好。公司基建施工资质较齐全，品牌美誉度较高，在手合同量充裕，可确保业绩的持续稳定。

该公司负债经营程度较高，债务结构以流动负债为主，但流动负债集中为应付账款，短期刚性债务偿债压力可控。且由于公司对应收账款积极管理，公司经营性现金流表现较好。同时充足的货币资金存量对即期债务偿付形成了有效缓冲，偿债能力很强。公司后续投资项目所需资金规模仍较大，债务规模或将继续扩张。

鉴于：（1）新签业务合同持续增长。中交二航局在公路工程施工及港口与航道工程施工等业务领域具有显著的综合竞争实力，且近年来在桥梁工程、市政工程等领域拓展情况良好。公司近年来基建业务新签合同金额持续增长、在手订单充裕。2015~2017年，公司基建业务新签合同了分别为501.89亿元、609.00亿元和653.67亿元，环比增幅分别为2.88%、21.34%和7.33%，业务发展态势良好。截至2017年末，公司在手合同额达1,315.85亿元，较上年末增长31.85%，可为公司后续运营提供有力支撑。（2）融资优势有望进一步显现。中交二航局保持了很强的信贷融资能力，国内主要大型商业银行对公司提供较大授信支持，且借款方式基本为信用借款，融资成本较低。截至2017年末，公司本部取得银行贷款授信186.00亿元，其中尚未使用银行贷款授信159.76亿元；当年短期借款利率区间为1.00%~4.90%；长期借款利率区间为2.75%~4.99%。且同期末公司货币资金余额达145.88亿元，可为公司后续业务开展提供有力资金支持。融资方面的优势可为公司后续业务拓展提供强有力支撑。（3）来自股东的约束有助于中交二航局控制财务风险。中交二航局的单一股东中国交通建设股份有限公司（简称“中国交建”）综合实力雄厚。中交二航局在项目投资、业务回款及财务杠杆控制等方面，均能够得到中国交建的有效约束，有助于公司合理控制财务风险。本次评级调升公司主体信用等级，由AA+调升至AAA，评级展望为稳定，本期债项信用等级由AA+调升至AAA。

附录一：

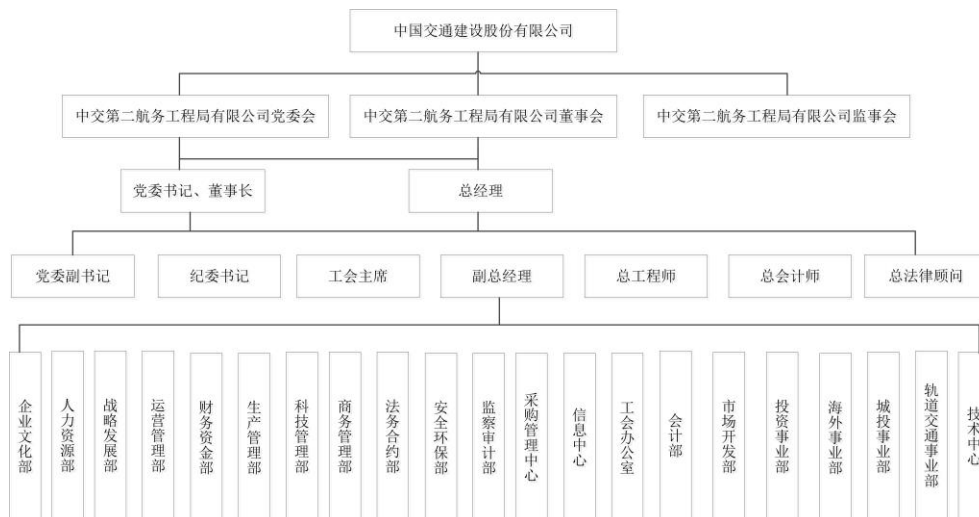
公司与实际控制人关系图



注：根据中交二航局提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中交二航局提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录三：

(一) 公司并表的 PPP 项目情况

项目名称	采购方	合同额	持股比例	建设期	运营期	回报机制	注册资金	已到位资本金	未来三年投资计划			是否已获融资	是否国家示范库项目
									2018年	2019年	2020年		
襄阳庞公桥项目（五公司）	襄阳市城乡建设委员会	11.98	80%	3	12	PPP+政府采购	3.00	1.20	3.50	2.50	0.40	是	是
孝感 107 国道改建项目（五公司）	孝感市孝南区交通运输局	16.80	80%	3	8	PPP+政府付费	1.00	0.08	5.00	5.00	3.10	否	-
潜江集镇污水处理项目（城投）	潜江市住房和城乡建设委员会	8.93	54%	1	29	PPP+ROT+政府可行性缺口补助	2.68	0.72	0.00	0.00	0.00	是	是
忠县项目（二公司）	忠县交通委员会	26.14	80%	3	10	PPP+施工总承包+使用者付费+可行性缺口补助	1.00	0.80	8.00	6.00	5.00	是	-
株洲北环项目（四公司）	株洲市住房和城乡建设局	6.56	90%	3	15	PPP+政府付费	1.62	0.45	1.00	2.00	2.00	否	-
株洲铁东路项目（四公司）	株洲市住房和城乡建设局	14.87	90%	3	10	PPP+政府付费	3.00	0.03	1.50	4.00	4.00	否	-
黄陂区路网项目（城投事业部）	武汉市黄陂区交通运输局	19.20	50%	3	10	PPP+政府购买服务	1.00	0.05	0.00	0.00	0.00	否	-
天门北湖公园 PPP 项目（城投事业部）	天门市住房和城乡建设委员会	4.20	90%	3	10	PPP+BOT+政府付费	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00	否	-
襄阳东西轴线	襄阳市城乡建设委员会	49.98	86%	3	17	PPP+BOT+政府可行性缺口补助	暂未定	暂未定	5.00	10.00	10.00	否	-
仙女山路	武汉市城乡建设委员会	15.19	76%	2	13	PPP+政府付费	暂未定	暂未定	2.50	5.00	1.50	否	-

资料来源：中交二航局提供

(二) 公司参股的 PPP 项目情况

项目名称	采购方	合同额	持股比例	建设期	运营期	回报机制	注册资金	已到位资本金	未来三年投资计划			是否已获融资	是否国家示范库项目
									2018年	2019年	2020年		
洋口港项目（三公司）	江苏如东洋口港经济开发区管委会	16.92	29%	3	10	PPP+EPC+政府付费	5.91	0.75	4.00	6.50	5.50	是	-
银百项目（六公司）	宁夏回族自治区交通运输厅	66.27	30%	3	30	PPP+BOT+政府补贴+交通量保底	14.12	0.96	8.00	8.00	5.60	是	是
中山管廊项目（南方公司）	中山翠亨新区工程项目建设管理中心	35.57	27%	3	18	PPP+使用者付费+可行性缺口补助	3.20	0.27	3.00	12.00	11.00	是	是
武汉智慧城项目（六公司）	武汉经济技术开发区智慧生态城管理办公室	24.99	45%	3	8	PPP+EPC+政府购买服务	1.00	0.45	0.00	0.00	0.00	是	是
益阳资江项目（四公司）	益阳市住房和城乡建设局	51.50	10%	2	17	PPP+政府采购	2.00	0.72	10.00	10.00	8.00	是	-
闽江对台码头（二公司）项目	福州市琅岐经济区管理委员会	2.88	10%	0.83	10	PPP+施工总承包+政府付费	0.10	0.01	1.40	0.00	0.00	否	-
昌吉项目（五公司）	昌吉回族自治州交通运输局	51.89	9%	2	28	PPP+EPC+可行性缺口补助	2.50	0.24	12.00	15.00	8.44	否	-
江苏涟水项目（三公司）	涟水县人民政府	22.10	40%	1	5	PPP+政府采购	6.14	0.22	3.50	6.00	6.00	是	-
永嘉项目（二公司）	永嘉县工务局	23.57	20%	3.5	12	PPP+使用者付费+可行性缺口补助	1.50	0.04	4.00	5.00	5.00	否	-
渭南项目（城投事业部）	渭南高新技术产业开发区管理委员会	12.68	30%	2	11	PPP	0.10	0.15	0.00	0.00	0.00	否	-
余杭连接线项目	杭州市余杭区交通运输局	91.40	15%	3	15	PPP+政府付费	17.21	0.00	0.00	0.00	0.00	否	-
文马文麻	文山州交通运输局	149.26	1%	3	30	BOT+EPC+政府建设补贴	1.00	0.01	15.00	30.00	30.00	否	-
武深嘉鱼北	咸宁市人民政府	33.61	30%	3	30	BOT+EPC+政府补贴	0.50	2.52	18.00	0.00	0.00	是	-
湘潭芙蓉大道复线	湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	8.50	5%	3	7	PPP+政府采购	0.26	0.62	2.00	1.07	0.00	否	-
合计		591.14	-	-	-	-	55.53	6.95	80.90	93.57	79.54	-	-

资料来源：中交二航局提供

附录四：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	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
中交第二航务工程局有限公司	中交二航局	本级	—	路桥、铁路、港口等建筑施工	72.34	84.17	438.04	8.41	56.98
中交二航局第一工程有限公司	一公司	子公司	100.00	码头、港口、航道工程等施工业务	0.28	4.76	29.63	1.57	-1.18
中交二航局第二工程有限公司	二公司	子公司	100.00	公路工程、市政工程、房屋建筑工程等	1.01	4.67	66.35	0.47	3.92
中交二航局第三工程有限公司	三公司	子公司	100.00	承包境外港口与航道、市政公用工程等	0.61	3.74	42.21	-0.61	-3.54
中交二航局第四工程有限公司	四公司	子公司	100.00	公路工程施工、市政公用工程、桥梁工程	0.16	5.35	64.79	0.62	6.61
襄阳中交二航庞公大桥建设有限公司	襄阳建设	项目公司	80.00	路桥建设	2.15	1.52	0.00	0.02	-2.82

注：根据中交二航局 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录五：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	433.16	482.64	608.44	605.28
货币资金 [亿元]	74.52	102.17	145.88	98.92
刚性债务[亿元]	82.74	78.94	106.21	103.41
所有者权益 [亿元]	73.87	85.09	102.56	104.50
营业收入[亿元]	417.08	460.25	500.82	109.12
净利润 [亿元]	10.21	11.06	9.91	2.53
EBITDA[亿元]	22.17	24.52	21.61	—
经营性现金净流入量[亿元]	69.81	60.80	49.18	-26.38
投资性现金净流入量[亿元]	-18.69	-17.32	-17.30	-9.07
资产负债率[%]	82.95	82.37	83.14	82.74
权益资本与刚性债务比率[%]	89.27	107.79	96.56	101.05
流动比率[%]	86.57	91.64	91.19	92.25
现金比率[%]	23.53	28.04	31.24	21.49
利息保障倍数[倍]	3.59	6.12	5.10	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	137.62	114.37	126.00	—
毛利率[%]	11.31	10.27	9.33	6.18
营业利润率[%]	2.86	3.01	2.37	2.82
总资产报酬率[%]	4.07	3.66	2.77	—
净资产收益率[%]	15.59	13.92	10.56	—
净资产收益率*[%]	16.14	14.84	11.13	—
营业收入现金率[%]	109.10	124.93	115.44	85.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.19	17.65	11.72	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.55	11.49	7.06	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.70	8.96	7.29	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.30	0.23	—

注：表中数据依据中交二航局经审计的 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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了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。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。