

信用评级公告

联合〔2020〕4378号

联合资信评估股份有限公司通过对邢台路桥建设总公司及其拟公开发行的2020年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定邢台路桥建设总公司主体长期信用等级为AA，邢台路桥建设总公司2020年公开发行公司债券（第一期）信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二〇年十一月十六日

邢台路桥建设总公司

2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期债券期限：品种一期限为 5（2+2+1）年，品种二期限为 5（3+2）年

偿还方式：按年计息，到期一次还本

募集资金用途：用于调整债务结构

评级时间：2020 年 11 月 16 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AA
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险		3
			行业风险		4
		自身竞争力	基础素质		2
			企业管理		3
			经营分析		3
财务风险	F2	现金流	资产质量		4
			盈利能力		3
			现金流量		3
		资本结构		1	
		偿债能力		2	
调整因素和理由					调整子级
--					--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

邢台路桥建设总公司（以下简称“公司”）是集公路、桥梁、隧道、市政工程施工及相关业务于一体的交通建设企业。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，公司收入规模波动增长，在河北省路桥建设领域保持着一定的规模和较强的竞争优势。同时，联合资信也关注到公司债务规模快速增长、资金支出压力大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

近年来，河北地区公路等基础设施建设的快速推进有利于公司现有业务规模的保持。未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变，在完成已签约项目的同时继续开发 PPP 市场。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司外部发展环境良好。河北省经济稳定发展，固定资产投资持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。2017—2019 年，河北省生产总值分别为 35964.00 亿元、36010.30 亿元和 35104.50 亿元。2017—2019 年，河北省固定资产投资分别增长 7.0%、5.7% 和 5.8%。
2. 公司资质良好，区域市场竞争力较强。公司拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质，近年来获得多项荣誉，市场竞争力较强。

关注

1. 公司未来资金支出压力大。公司业务转型以承接 PPP 项目为主，PPP 项目前期投资大、资金回收周期长，截至 2020 年 9 月底，公司重大在建投资类项目总投资 208.05 亿元，尚需投资 121.96 亿元，未来资金支出压力大。
2. 公司债务规模快速增长。随着 PPP 项目的逐步推进，

分析师:

张蔚 登记编号(R0040219020002)

崔莹 登记编号(R0040218080002)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

公司债务规模快速增长, 整体债务负担较重。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	12.17	16.16	21.68	28.98
资产总额(亿元)	122.02	142.32	184.04	218.93
所有者权益(亿元)	72.23	77.69	82.63	85.24
短期债务(亿元)	8.39	20.82	27.01	26.11
长期债务(亿元)	32.76	30.949	60.30	90.09
全部债务(亿元)	41.15	51.76	87.31	116.20
营业收入(亿元)	39.07	40.33	40.24	28.66
利润总额(亿元)	3.31	3.55	2.62	1.95
EBITDA(亿元)	6.94	7.71	7.31	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.39	0.06	4.61
营业利润率(%)	23.27	19.66	20.17	20.28
净资产收益率(%)	3.22	3.10	2.73	--
资产负债率(%)	40.81	45.42	55.11	61.06
全部债务资本化比率(%)	36.29	39.99	51.38	57.68
流动比率(%)	476.34	269.65	265.84	264.41
现金短期债务比(倍)	1.45	0.786	0.80	1.11
经营现金流流动负债比(%)	2.17	1.18	0.15	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.94	4.07	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.72	11.94	--
本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	113.12	130.63	136.86	146.62
所有者权益(亿元)	70.72	73.82	78.91	81.46
全部债务(亿元)	35.20	37.94	29.76	43.77
营业收入(亿元)	33.64	39.34	56.71	37.84
利润总额(亿元)	2.46	4.31	6.68	3.43
资产负债率(%)	37.48	43.49	42.34	44.44
全部债务资本化比率(%)	35.09	36.02	27.38	34.95
流动比率(%)	502.08	210.30	182.21	185.36
经营现金流流动负债比(%)	0.57	14.29	22.77	--

注: 1. 已将公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务调整至债务核算; 2. 2020年前三季度财务报表未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/9/18	竺文彬、李思卓	建筑与工程企业信用评级方法V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2015/7/17	陈静、刘博	建筑行业企业信用分析要点(2013年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由邢台路桥建设总公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,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,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:

联合资信评估股份有限公司



邢台路桥建设总公司

2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

邢台路桥建设总公司（以下简称“公司”）原名“河北省冀南路桥建设总公司”，是1993年6月由邢台市人民政府批准设立的全民所有制企业，初始注册资本550.00万元，1993年10月变更为现名。历经多次增资，截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为42.54亿元，邢台市交通运输局为公司唯一出资人和实际控制人。

公司主营业务为道路基础设施工程施工。截至2020年9月底，公司本部设工程管理部、监察审计部、科技部、市场开发部等职能部门，合并范围共33家子公司。

截至2019年底，公司资产总额184.04亿元，所有者权益82.63亿元（其中少数股东权益6.32亿元）；2019年，公司实现营业收入40.24亿元，利润总额2.62亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额218.93亿元，所有者权益85.24亿元（含少数股东权益7.54亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入28.66亿元，利润总额1.95亿元。

公司注册地址：邢台市建业南路239号；法定代表人：马骅。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“邢台路桥建设总公司2020年公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模不超过10亿元（含）。本期债券分为两个品种：品种一期限为5年，附第2年底、第4年底公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为5年

期，附第3年底公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券面值为100元，按面值平价发行。本期债券的票面利率为固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于调整债务结构。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比下降1.6%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元(同比增长

5.6%)，对美国累计进出口额为 1.64 万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为 1.03 万亿元(同比增长 0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比

降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同

比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国

债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、

精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

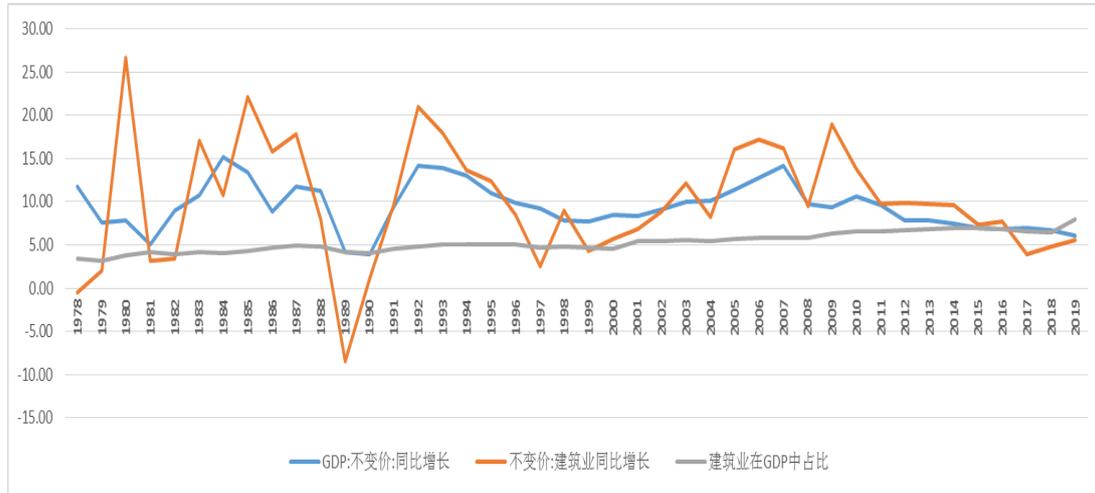
（1）建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随

之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民

经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

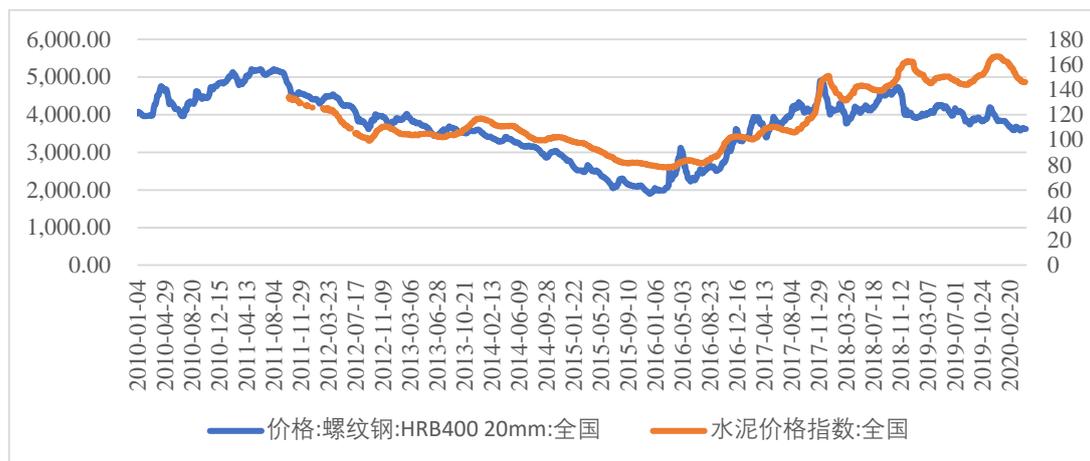
（2）上游原材料供给及下游需求

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢

较 2018 年继续上移。受新冠肺炎疫情（以下简称“新冠”疫情）影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况（单位：吨、点）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019年，全国房地产开发投资132194亿元，同比增长9.9%，增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，

水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%，增速较2019年1—11月回落0.1个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长9.0%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

（3）建筑行业竞争态势分析

2019年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而

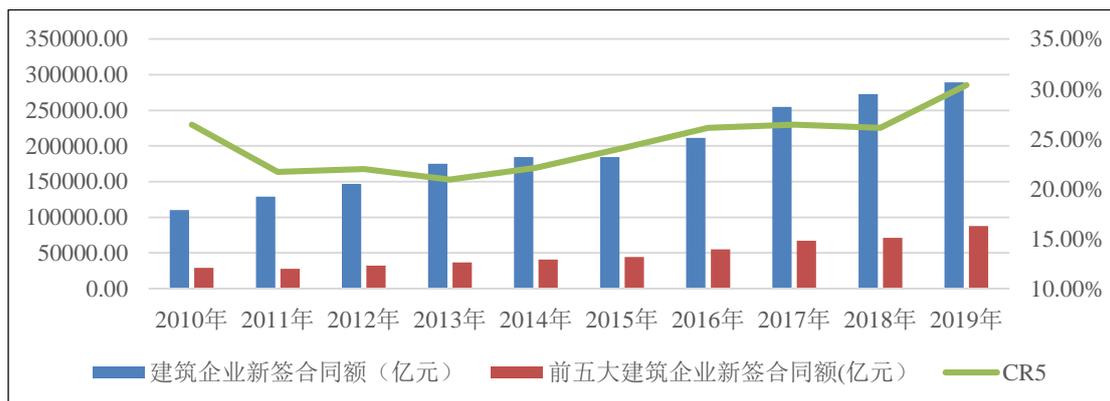
从资金端来看,市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显,资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年,由于地产面临周期性下行,基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势,建筑行业需求端有所萎缩;此外,2018年以来投资者风险偏好降低,叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看,2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清,进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看,不同所有制企业新签订单增速分化加剧,国有企业订单持续高速增长,民企则有所下滑。2019年,央

企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看,2019年新签合同CR5(前五大企业新签合同在全行业占比)由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%,集中度进一步提升。受房地产行业影响,装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多,订单向龙头企业靠拢;另外,园林等细分行业同样出现类似分化情况,小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看,在下游行业增速进入下行区间影响下,拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长,从而进一步提高市场占有率。

图3 2010-2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注:前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源:联合资信根据公开资料整理

(4) 建筑行业发展趋势

2019年,建筑业继续在国民经济中扮演重要角色;但随着经济向中低增长阶段过渡,建筑业未来增速或将长期放缓,进入中低速增长阶段。短期来看,基建和房地产逆周期调节力度持续加码,资金面保持相对宽松状态,对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看,建筑业行业风险为中等,行业展望为稳定。

2. 区域经济

河北省经济持续发展,固定资产投资不断增长,为公司创造了良好的外部环境。

公司在河北省道路建设方面具有较强的竞争优势,河北省经济发展水平对公司经营影响较大。

2017-2019年,河北省地区生产总值有所波动,分别为35964.00亿元、36010.30亿元和35104.50亿元。根据《2019年河北省国民经济和社会发展统计公报》,2019年,河北省地区生产总值比上年同口径增长6.80%。其中,第一产业增加值3518.40亿元,增长1.60%;第二产业增加值13597.30亿元,增长4.90%;第三产业增加值17988.80亿元,增长9.40%。三次产业比例由上年的10.3:39.7:50.0调整为

10.0:38.7:51.3, 第三产业比重有所增长, 全省人均地区生产总值为 4.63 万元, 比上年增长 6.20%。

2017—2019 年, 河北省固定资产投资分别增长 7.0%、5.7%和 5.8%。其中 2019 年, 第一产业投资下降 3.90%; 第二产业投资增长 2.00%; 第三产业投资增长 10.40%。工业技改投资增长 7.20%, 占工业投资的比重为 61.60%。基础设施投资增长 15.60%, 占固定资产投资的比重为 26.80%, 比上年提高 2.2 个百分点。民间固定资产投资增长 2.10%, 占固定资产投资比重为 72.80%。全省计划总投资超 10 亿元的 1052 个大项目, 完成投资增长 18.4%, 占全省投资的 27.0%, 同比提高 2.8 个百分点, 拉动全省投资增长 4.4 个百分点。

2019 年, 河北省交通基础设施固定资产投资完成 908 亿元。高速公路建成 217 公里, 总里程达到 7475 公里; 普通干线公路建成 470 公里, 总里程达到 1.97 万公里; 农村公路新改建 9741 公里, 总里程达到 16.9 万公里。北京大兴国际机场通航, 张家口宁远机场改扩建工程主体完工, 运输机场总数达到 7 个; 地方铁路货运量完成 4.8 亿吨, 同比增长 11.9%; 营业性公路货运量完成 22.7 亿吨, 同比增长 0.2%; 公路水路营业性客运量完成 3.2 亿人次, 同比下降 9.7%; 省内机场旅客吞吐量 1463.4 万人次, 同比增长 5.2%。

2020 年上半年, 河北省实现地区生产总值 16387.30 亿元, 同比下降 0.50%; 规模以上工业增加值同比增长 0.80%; 固定资产投资同比增长 0.90%; 交通基础设施固定资产投资 493 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 9 月底, 公司注册资本和实收资本均为 42.54 亿元, 邢台市交通运输局为公司唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司拥有公路工程施工总承包特级资质和

公路行业设计甲级资质, 在公路、市政工程施工等方面资质齐全, 并拥有丰富的项目经验和较强的技术研发能力, 同时公司获得多项荣誉, 市场竞争力较强。

公司主要从事公路、市政、桥梁、隧道工程承建, 具有国家公路施工总承包特级资质、公路行业设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质、路面、路基、桥涵、隧道专业承包一级资质和公路交通工程专业承包一级资质、公路养护工程施工从业资质(一类、二类(甲级))、预拌商品混凝土专业承包资质、城市及道路照明工程专业承包三级资质、钢结构工程专业承包三级资质、环保工程专业承包三级资质、建筑工程施工总承包三级资质、水利水电工程施工总承包三级资质, 拥有对(国)外承包工程资格, 可以经营对外承包工程业务。公司资质覆盖了路桥建设的诸多领域, 且资质等级较高。

近年来, 公司参与了多项国家重点工程建设, 先后承建并完成邢衡高速公路工程、大庆至广州高速公路工程、邢汾高速公路工程、承德至秦皇岛高速公路、张家口到承德高速公路、石安高速改扩建工程等, 获得河北省青年安全生产示范岗、公路水运建设项目平安工程奖、天津市“海河杯”、河北省“安济杯”、邢台市“金牛杯”、河北省建设工程招标投标诚实守信 5A 级施工企业等一批荣誉奖项。

公司近年来内承担过公路路面防水抗裂层材料研究、钢箱叠合梁结构力学性能研究、钢箱叠合梁生产线及安装技术研究、(薄膜混凝土)压注土石桩承载性能与成桩机理研究等省部级科研项目。截至 2019 年底, 公司拥有专利 66 项, 已全部计入无形资产科目中(账面价值 17.90 亿元), 其中发明 24 项、实用新型专利 42 项。

表 2 截至 2019 年底公司持有的重大专利

专利名称	申请时间
路面结构层	2004 年 8 月
公路防水抗裂层	2009 年 11 月
一种应力吸收带的施工方法	2009 年 6 月
一种公路路面薄面结构	2009 年 11 月
一种生态微渗复合防护河渠	2009 年 4 月

旧路面提升改造的路面结构	2009年11月
装配式钢箱复合梁的波腹板及底箱的组合装配系统	2013年8月
一种装配式钢箱复合梁的加工系统	2013年8月
装配式钢箱复合梁用底箱的加工方法	2013年8月
一种带有在线除尘装置的碎石整形系统	2013年8月
一种拼装式波形钢板箱梁底板箱	2014年6月
一种钢-混组合桥涵面板	2014年6月
一种抗扭的装配式钢箱组合梁	2014年6月
组装配式钢制桥梁墩柱	2015年2月
一种抗扭的装配式钢箱组合梁及其制造方法	2016年1月
一种小型桥涵的钢混组合梁板结构	2016年5月
一种拼装式波形钢腹板箱梁及其制造方法	2016年6月
组装配式钢制一体桥梁	2016年7月
钢混多室梁板底板及其加工工艺	2016年6月
钢制隐形盖梁及其安装方法	2016年8月
组装配式钢混拱形桥T梁板	2016年8月

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高管人员企业管理经验丰富，员工以中青年为主，专业技能、文化程度较好。

公司拥有党委书记、总经理、副总经理等高层管理人员共7人。

马骅先生，44岁，中共党员，硕士研究生学历，正高级工程师；曾任邢衡高速公路工程科科长，邢衡高速公路管理处副处长；2016年6月至今任公司总经理。

赵东尧先生，52岁，中共党员，硕士研究生学历，正高级会计师、高级经济师、中国注册会计师非执业会员；历任邢台市运输总公司副处长、处长、党委委员、副总经理，邢台市交通审计处副处长；2016年12月至今任公司总会计师。

截至2020年9月底，公司员工总数2660人。从学历构成看，本科及以上学历人员占25.60%、大专及以下学历占74.40%；从年龄结构看，30岁以下占20.53%、30~50岁占69.81%、50岁以上占9.66%；从岗位构成来看，经营管理人员占39.10%、生产操作人员占37.89%、工程技术人员占18.05%、其他人员占4.96%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91130500105780234M），截

至2020年10月23日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清的信贷信息中有3笔关注类贷款，其中1笔700.00万元流动资金贷款列为关注类贷款系银行系统问题所致；剩余2笔流动资金贷款合计金额7000.00万元，系银行将公司列为政府融资平台客户，并统一将融资平台客户贷款调为关注类所致。上述3笔已结清关注类贷款信息已取得有关银行的情况说明。

截至2020年11月9日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司系全民所有制企业，目前实行总经理负责制，公司法人治理结构有待完善。

公司系经邢台市人民政府批准设立的全民所有制企业。公司不设股东会、董事会及监事会，总经理全权负责公司的业务经营，对邢台市交通运输局负责，公司重大事项经总经理办公会议决定。公司总经理由邢台市人民政府任命；副总经理由总经理提名、邢台市交通运输局任命。公司设监事一名，由职工代表大会选举产生。

2. 管理体制

公司部门设置合理、职责明确，内部管理制度较为健全，能够保障公司的日常运行。

为保障公司规范运营，公司建立了较为完备的内控管理制度。

财务管理方面，为规范内部财务管理制度，规范会计行为，加强会计核算和财务监管，完善企业内部控制制度，公司制定了《财务管理及会计核算制度》，对公司计财科的职责、现金及票据管理、工程项目的财务管理及存档等方面做出了明确的规定与要求。同时公司制定了相关的内部审计制度，制度中明确了审计机构和人员的选定、职责和权限，同时对审计程序进行了详细的设定。

工程成本核算方面，公司制定了《工程成本核算管理办法》，具体程序为工程科抽取成本核算专家成员，组成成本核算小组，根据施工定额、

招、投标文件、施工现场调查情况等计算出工程量清单各章节工程成本，形成《工程成本核算报告》。根据《工程成本核算报告》确定项目的成本目标，并作为阶段性考核、年度考核和项目完工考核的考核依据。

生产经营方面，公司制定了《生产经营目标制定考核管理试行办法》，公司成立生产经营目标制定考核管理领导小组，对产值目标、利润目标、成本目标、质量目标、承揽工程量目标（工程技术服务公司）、安全生产目标等进行考核，并将考核结果作为利润分配、发放绩效奖金及干部选拔评优的依据。

工程施工分包方面，为对公司的工程项目施工分包活动进行有效控制和管理，确保工程项目施工分包符合相关法律法规及行业规定要求，依据《交通运输部公路工程施工分包管理办法》，制定了《工程施工分包管理制度》。该制度规定主体工程不得分包，其他工程可以考虑分包；制度对分包方资格审核、管理、监督、考核及违规处罚等方面均作出了具体规定。

另外，公司还建立了《工程欠款催收办法》《工程物资管理办法》等相关制度，分别对加强

工程建设项目工程欠款的催收工作以保证公司资金正常运转、加强工程物资管理以提高经济效益等方面进行了规范。

七、经营分析

1. 经营概况

公司以建筑施工为主业，收入规模波动增长，毛利率处于行业较高水平。

公司是集公路、桥梁、隧道、市政工程施工及相关业务于一体的交通建设企业，收入主要来自道路基础设施工程施工，其他业务主要包括公路材料、钢箱梁销售等。2017—2019年，公司营业收入分别为39.07亿元、40.33亿元和40.24亿元，其中，工程施工收入占营业收入比重均在95.00%以上。

2017—2019年，由于原材料成本上涨导致公司毛利率波动中有所下降，但仍处于行业较高水平。

2020年1—9月，公司实现营业收入28.66亿元，同比下降4.34%，主要系受疫情影响，施工进度减缓所致，毛利率为20.82%。

表3 2017—2019年及2020年1—9月公司营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	38.83	23.68	39.89	19.13	39.88	20.08	28.31	20.53
其他业务	0.24	26.79	0.44	86.06	0.36	85.08	0.35	44.66
合计	39.07	23.70	40.33	19.85	40.24	20.66	28.66	20.82

注：其他业务包括公路材料、钢箱梁销售等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程施工业务收入波动中小幅增长，新签合同额波动下降。公司业务转型为以承接PPP项目为主，PPP项目前期投资大、资金回收周期长，公司资金管理水面临一定挑战，联合资信将密切关注公司PPP项目未来回款情况。

公司近年已完工的项目主要为公路项目，以高速公路建设及部分一级公路建设和道路改造业务为主。2017—2019年，公司新签合同额波动下滑，分别为112.82亿元、147.99亿元和65.13

亿元。2018年，公司新签合同额较上年增长31.16%，主要由于公司当年在河北省内PPP项目新签合同较多所致；2019年新签合同额大幅减少主要系受到招投标市场竞争激烈等因素影响。2020年1—9月，新签合同为69.80亿元。截至2020年9月底，在手未完工施工合同额242.66亿元。

从地域分布看，2017—2019年，公司在河北省内的新签合同金额波动下滑，分别为26.82亿元、104.34亿元和25.22亿元，其中2018年

河北省内的新签合同额占比较 2017 年大幅增长 54.72 个百分点至 70.51%，主要系公司 2018 年承接河北省内多个 PPP 项目且中标金额较大所致。2020 年 1—9 月，公司在河北省内的新签合同额为 41.17 亿元，河北省外的新签合同额为 28.63 亿元。

从获取项目的方式看，主要包括施工总承包和 PPP 模式两类，2018 年公司在河北省内的 PPP 项目新签合同额为 72.04 亿元，较上年大幅增长，主要系由于公司 2018 年成为河北省第四家拥有公路工程总承包特级资质的企业，在河北省内投标的资质优势明显提升，且 2018 年公司中标新机场北线高速公路廊坊段 PPP 项目（中标金额 42.35 亿元），带动当年公司在河北省内的 PPP 项目中标金额大幅增长；2017—2019 年，河北省外的新签合同额逐年下降，主要系外省 PPP 项目贷款的融资难度增加，公司被动调整省外项目的投资策略所致。

表 4 公司新签合同情况（单位：亿元）

区域分布	项目类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
河北省内	施工招标	19.93	32.30	17.94	41.17
	PPP	6.89	72.04	7.28	0.00
	小计	26.82	104.34	25.22	41.17
河北省外	施工招标	42.83	16.62	11.23	18.82
	PPP	43.17	27.03	28.68	9.81
	小计	86.00	43.65	39.91	28.63
合计		112.82	147.99	65.13	69.80

资料来源：公司提供

原材料采购方面，国家加大环保整治力度，部分耗能较高、污染较大的材料因去产能、停产限产或更新生产设备等原因，价格呈上涨趋势。2019 年，公司采购的沥青、水泥和钢材成本价格分别为 3890.00 元/吨、426.65 元/吨和 4265.00 元/吨。2019 年，公司前五大供应商合计采购占比 13.19%，集中度较低。

表 5 2017—2019 年公司主要材料供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购项目	采购金额	占同类采购总额比例	采购单价
2017 年	新疆瑞德物资有限公司	沥青	4012.30	9.48	4008.21 元/吨
	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	3885.14	9.18	
	河北仙翁水泥股份有限公司	水泥	1985.14	6.08	324.85 元/吨
	北京华铁建贸易有限公司	钢材	2059.14	5.97	3252.75 元/吨
	衡水风顺交通设施有限公司	钢材	1799.95	5.22	
	合计	--	13741.67	--	--
2018 年	北京华铁建贸易有限公司	钢材	7215.72	12.92	3895.00 元/吨
	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	9328.25	37.16	4150.00 元/吨
		水泥	2743.39	11.17	384.65 元/吨
合计	--	19287.36	--	--	
2019 年	北京市华铁建贸易有限公司	钢材	9745.53	6.64	4235.00 元/吨
	邢台市祥瑞商贸有限公司	钢材	5167.01	3.52	4250.00 元/吨
	任丘市正发建材有限公司	钢材	4548.99	3.10	4265.00 元/吨
	沙河市百瑞建材有限公司	水泥	3367.75	2.29	426.65 元/吨
	新疆瑞德物资有限公司	沥青	2962.27	2.02	3890.00 元/吨
	合计	--	25791.55	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司重大在建项目包括传统施工总承包模式下的宜春至遂高速公路新建工程项目安福至遂川段主体土建工程 P2 标段，BOT 模式下的迁曹高速公路项目，以及 PPP

模式下的新机场北线高速公路廊坊段二合同、镇平县城城市客运交通系统综合体建设工程项目等。

公司在建的重大项目施工合同金额（包括重大在建 PPP 项目）为 208.05 亿元，截至 2020 年

9 月底完成额 86.09 亿元，累计收到回款 75.81 亿元，后续投资额为 121.96 亿元，未来在建项目资金支出压力大。公司重大在建项目情况如下表所示。

表 6 截至 2020 年 9 月底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业主	建安部分合同金额	已完成投资额	计划工期	后续投资额	收到回款
宜春至遂川高速公路新建工程项目安福至遂川段主体土建工程 P2 标段	江西省高速公路投资集团有限责任公司项目建设管理公司	61.91	*	2020.07—2023.04	61.91	0.00
新疆维吾尔自治区 S21 阿勒泰至乌鲁木齐公路建设一期工程（黄花沟至乌鲁木齐段）第 HW-8 标段	新疆交通投资有限责任公司	5.50	0.28	2019.12—2022.09	5.22	0.17
国道 G340 邢台市绕城改建工程项目	邢台市公路工程管理处	5.26	4.05	2018.12—2020.09	1.22	2.40
S38 线王夏高速公路 WXSG-5 标项目	甘肃省交通建设集团有限公司	4.87	3.00	2018.11—2021.05	1.88	2.90
舒城县城南四条路、三里河东路及配套工程项目	舒城县重点工程建设管理处	3.63	1.74	2019.09—2021.09	1.89	1.04
G3W 德州至上饶高速公路池州至祁门段（石台互通至项目终点）路基工程施工 CQ-08 标段	安徽省交通控股集团有限公司	3.32	0.63	2018.12—2021.08	2.69	0.38
国道 314 线布伦口至红其拉甫段公路工程 BHGL-2 标段项目	新疆维吾尔自治区交通建设管理局	2.87	1.87	2019.11—2021.03	1.00	1.12
西藏山南地区肖经东章至 3656 冰堆点（浪坡乡）边防公路改造工程	西藏天怡路桥工程有限公司	2.54	2.17	2019.12—2021.06	0.37	2.14
邢台市东环城水系统工程（七里河-泉北大街段）项目	邢台路洋建设工程有限公司	4.02	3.95	2019.01—2020.02	1.15	1.98
邢台市东环城水系统工程（三合庄-白马河段）	邢台路洋建设工程有限公司	3.73	3.03	2019.01—2020.02	0.70	1.39
传统总承包模式小计		97.65	20.72	--	78.03	13.52
迁曹高速公路项目	河北迁曹高速公路有限公司	30.46	28.90	2017.12—2019.12	1.56	28.00
BOT 模式项目小计		30.46	28.90	---	1.56	28.00
合计		128.11	49.62	--	79.59	41.52

注：1. *实为 6.40 万元；2. 到期未竣工项目全部系项目进程中涉及土地征拆部分进度缓慢导致延期，并均与项目业主进行了沟通，适当延期
资料来源：公司提供

除了传统的施工招标方式外，公司也通过 BOT 和 PPP 等模式来提高订单获取能力。BOT 是指政府通过契约授予企业以一定期限的特许经营权，许可其融资建设和经营特定的公用基础设施，并准许其通过向用户收取费用或出售产品以清偿贷款，回收投资并赚取利润；特许权期限届满时，该基础设施无偿移交给政府。以迁曹高速公路项目为例，项目投资总额为 107.32 亿元，河北交通投资集团公司、公司、汇通路桥建设集团有限公司、河北路桥集团有限公司、河北省交通规划设计院、北京云星宇交通科技股份有限公司组成联合体作为项目投资人，组建河北迁曹高速公路有限公司，出资比例分别为 45.00%、25.00%、20.00%、8.00%、1.00% 和 1.00%。联合体成员负责项目资金筹措、建设管理和运营管理。迁曹高速公路项目业主为河北迁曹高速公路

开发有限公司（以下简称“迁曹公司”），公司签约施工总承包金额为 30.46 亿元，截至 2020 年 9 月底已完成施工 28.90 亿元，已收到回款 28.00 亿元，工期延后主要系涉及土地征拆阶段进度缓慢，项目后续资金需求 1.56 亿元，资金主要来源为项目业主拨款。迁曹高速公路项目建成后，移交给项目业主迁曹公司运营管理，项目运营年限共 25 年。公司承建此项目的收益主要来源于施工总承包收入，此外，公司持有迁曹公司的股权为 25.00%（此项目计入“长期股权投资”），公司按照出资比例享有项目公司运营期间的收益。

PPP 项目主要是公司作为社会资本方和其他各方出资组成项目公司，项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等。合作期满后项目公司将项目移交给实施机构或政府指定机构。

PPP 项目期限较长，存在入库及政策变更、融资及成本管控风险。

表 7 截至 2020 年 9 月底公司重大在建 PPP 项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目业主	项目总投资额	公司出资比例	建安部分合同金额	建安部分已完成投资额	计划工期	后续投资额	收到回款
新机场北线高速公路廊坊段二合同项目	河北首都新机场高速公路开发有限公司	42.35	51.59	16.25	15.69	2019.01—2019.12	5.60	13.41
镇平县城客运交通系统综合体建设工程项目	镇平县环通工程管理有限公司	14.46	90.00	10.25	0.83	2019.01—2021.01	9.41	0.63
殷都区 S303 中轴线北延 S301PPP 项目	安阳市鼎易工程管理有限公司	14.74	90.00	9.26	4.16	2018.01—2020.01	6.00	4.46
赵王大街北段道路工程项目	邯郸瀛信工程项目管理有限公司	9.07	66.92	7.62	2.75	2018.08—2021.08	4.88	2.75
晋州市城市道路提升工程项目	晋州振兴市政建设管理有限公司	8.07	99.00	6.69	3.67	2018.04—2020.04	3.02	3.67
省道 219 线灯笼河子—赤峰段公路工程 PPP 项目	内蒙古燕赵交通建设管理有限公司	8.49	99.00	5.65	4.42	2018.01—2020.01	1.23	4.45
漯河市城乡一体化示范区沙河沿岸综合整治 PPP 项目	漯河市两河四湖建设管理有限公司	10.80	51.00	5.16	4.95	2017.03—2018.12	1.85	4.92
邢台路桥建设总公司卢氏县水生态综合治理工程	卢氏县河洛神韵工程管理有限公司	14.56	90.00	12.00	0.00	2020.04—2024.04	12.00	0.00
邢台路桥建设总公司周至县农村生活污水治理工程（二期）	西安中邢恒通环境科技有限公司	8.64	45.00	7.06	0.004	2019.12—2021.12	7.05	0.004
合计		131.18	682.51	79.94	36.47	--	51.04	34.29

注：到期未竣工项目全部系项目进程中涉及土地征拆部分进度缓慢导致延期，并均于项目业主进行了沟通，适当延期
资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司参与的 PPP 项目全部入库（财政部库）。隆尧县 2017 年农村公路改建工程和省道德昔线（S341）隆尧县城至京港澳高速内丘互通段改造工程 PPP 项目，公司持股比例为 25.00%，因为是非控股方，此项目没有并表，计入“长期股权投资”，其他 PPP 项目都已并表（计入“在建工程”）。已完工的 PPP 项目由“在建工程”结转至“无形资产”后每年进行无形资产摊销，截至 2020 年 9 月底，公司共有 3 个并表 PPP 项目进入运营期，其余 PPP 项目处于建设期，PPP 项目前期投资大、资金回收周期长，未来或增加公司运营资金需求，公司资金管理面临一定挑战。进入运营期的 PPP 项目为（1）沙河市纬三路淮庄至邢峰线大中修 PPP 项目，运营期 14.75 年，累计实现收入 0.16 亿元；（2）南宫市 2016 年农村公路路网改造升级工程 PPP 项目，运营期 9 年，累计实现收入 0.24 亿元；（3）新机场北线高速公路廊坊段二合同项目，运营期 25 年，累计实现收入

26.79 万元。公司运营期 PPP 项目投资额均全额回款，未发生回款滞后情况。

3. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数分别为 1.66 次、1.51 次和 1.31 次；存货周转次数逐年下降，分别为 1.47 次、1.29 次和 1.19 次，主要系已完工未结算部分逐年增加所致；2017—2019 年，总资产周转次数逐年下降，分别为 0.35 次、0.31 次和 0.25 次。总体看，公司各项经营效率指标均有所下降，经营效率有待提高。

4. 未来发展

公司未来将由传统的生产施工型向投资生产经营型转变，实现公司发展转型目标。公司在完成已签约项目的同时继续开发 PPP 市场。另外，公司将“综合管理体系提升”作为后期一项重点工作，通过对组织架构、制度体系、运行机制、岗位薪酬等的综合优化，建立起现代企业管

理模式和运行机制。总体看，公司业务转型将带来营运资金需求量增加，后期面临较大筹资压力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年审计报告经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年公司新设子公司 5 家；2018 年新设立子公司 11 家；2019 年公司新设立子公司 3 家，收购 1 家；2020 年 1—9 月，公司新设立子公司 5 家，收购 1 家，注销 1 家子

公司。截至 2020 年 9 月底，公司合并范围内子公司 33 家。新纳入合并范围子公司主要为 PPP 项目公司，规模较小，公司财务报表数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产总额快速增长，其中应收类款项、存货和无形资产占比较大，对公司资产流动性产生一定影响，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 22.81%。截至 2019 年底，公司资产总额 184.04 亿元，较上年底增长 29.31%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占比降至 53.96%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.17	9.97	16.16	11.36	20.84	11.32	28.91	13.21
应收账款	23.64	19.37	29.74	20.90	30.89	16.78	26.10	11.92
其他应收款	16.21	13.29	13.82	9.71	11.69	6.35	9.57	4.37
存货	24.82	20.34	25.16	17.68	28.45	15.46	29.78	13.60
流动资产	80.28	65.79	89.56	62.93	99.31	53.96	102.94	47.02
长期股权投资	3.83	3.14	5.48	3.85	5.22	2.84	6.80	3.11
投资性房地产	8.10	6.64	8.11	5.70	8.14	4.42	8.14	3.72
在建工程	4.03	3.30	14.57	10.24	43.80	23.80	32.02	14.63
无形资产	21.91	17.96	21.01	14.76	21.99	11.95	62.22	28.42
非流动资产	41.74	34.21	52.76	37.07	84.73	46.04	115.99	52.98
资产总额	122.02	100.00	142.32	100.00	184.04	100.00	218.93	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年三季度报表整理

2017—2019 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 11.22%。截至 2019 年底，公司流动资产 99.31 亿元，较上年底增长 10.89%。

截至 2019 年底，公司货币资金 20.84 亿元，较上年底增长 28.97%。其中银行存款 15.71 亿元，其他货币资金（应付票据保证金、保函保证金和定期存单）5.14 亿元。公司货币资金中保函保证金受限 0.96 亿元、定期存款受限 2.00 亿元、信用保证金受限 0.10 亿元，合计 3.06 亿元。

2017—2019 年，公司应收账款不断增长，年均复合增长 14.30%。截至 2019 年底，公司应

收账款 30.89 亿元，较上年底增长 3.86%。从账龄情况来看，公司 1 年以内应收账款 29.10 亿元，占应收账款余额比例为 93.44%，1 年以上应收账款合计 2.04 亿元，占比 6.56%，整体账龄较短；从坏账计提来看，公司应收账款共计提坏账准备 0.26 亿元，计提比例较低；从集中度来看，应收账款前五名余额合计 19.20 亿元，占应收账款余额比例为 61.63%，集中度较高。

表 9 截至 2019 年底公司应收账款前五名情况
（单位：亿元、%）

公司名称	期末余额	账龄	占比
邢台市公路工程管理处	11.73	2年以内	37.65
迁曹公司	3.60	1年以内	11.57
阜平县住房和城乡建设局	1.44	1年以内	4.61
漯河新区投资发展有限公司	1.35	2年以内	4.34
邢台市公路管理处	1.08	1年以内	3.46
合计	19.20	--	61.63

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降15.10%。截至2019年底，公司其他应收款11.69亿元，较上年底下降15.46%，主要系往来款减少所致。从账龄情况来看，公司1年以内其他应收款8.23亿元，占其他应收款余额比例68.77%，1~2年2.86亿元，占23.88%，2年以上0.88亿元，占7.35%；从坏账计提来看，公司其他应收款计提坏账准备0.29亿元，计提比例很低；从构成情况来看，公司其他应收款中往来款5.66亿元，占47.25%；质保金3.18亿元，占26.55%；保证金1.92亿元，占16.04%；备用金1.22亿元，占10.15%；从集中度来看，公司其他应收款前五名余额合计6.24亿元，占其他应收款余额比例为52.08%，集中度较高。

表10 截至2019年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

公司名称	期末余额	账龄	占比
邢台道桥建设工程有限公司	2.41	1~3年	20.15
邢台路桥房地产开发有限公司	2.04	3年以内	17.06
西藏自治区交通运输厅	0.78	2年以内	6.51
邢台路洋建设工程有限公司	0.50	1年以内	4.19
安徽省交通控股集团有限公司	0.50	1年以内	4.17
合计	6.24	--	52.08

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司存货持续增长，年均复合增长7.05%。截至2019年底，公司存货28.45亿元，较上年底增长13.06%，主要由工程施工（占56.00%）、库存商品（占32.61%）和原材料（占11.26%）构成。其中，库存商品主要为公司取得的邢台市七里河地区2313.73亩划拨土地。由于公司存货大部分依照合同在建成后移交给业主或与业主进行决算，相关项目金额在合同

中已有约定，故公司未计提存货减值准备。

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长42.48%。截至2019年底，公司非流动资产84.73亿元，较上年底增长60.59%，主要系在建工程增长所致。

2017—2019年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长16.67%。截至2019年底，公司长期股权投资5.22亿元，较上年底下降4.83%，主要为对BOT项目公司迁曹公司和PPP项目公司隆尧县致途交通建设有限公司的股权投资，减少主要系权益法下确认的投资损益所致。

2017—2019年，公司投资性房地产保持相对稳定，年均复合增长0.25%。公司投资性房地产由位于邢台市内锦江天地商业中心和新疆康市“公园六号”小区构成。

2017—2019年，公司在建工程快速增长，年均复合增长229.71%。截至2019年底，公司在建工程43.80亿元，较上年底增长200.51%，主要系公司对并表PPP项目投入增加所致，其中在建PPP项目43.08亿元。

2017—2019年，公司无形资产变动较小，年均复合增长0.18%。截至2019年底，公司无形资产21.99亿元，较上年底增长4.69%，主要系PPP项目转入2.47亿元所致。公司无形资产主要由专利技术36.10亿元构成，公司无形资产共累计摊销18.48亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额218.93亿元，较上年底增长18.95%，主要系无形资产增长所致，非流动资产占比较上年底上升较快。截至2020年9月底，公司无形资产62.22亿元，较上年底增长182.88%，主要系PPP项目完工进入运营期由在建工程转入所致。

截至2020年9月底，公司受限资产7.40亿元，占资产的比例为3.82%。其中，保函保证金、定期存单3.07亿元；用于借款抵押的投资性房地产和土地使用权分别为3.50亿元和0.84亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益不断增长，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

2017—2019年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长6.95%。截至2019年底，公司所有者权益合计82.63亿元，较上年底增长6.36%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为92.35%，少数股东权益占比为7.65%。归属于母公司所有者权益76.30亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占51.49%、12.87%和24.84%，所有者权益稳定较强。

2017—2019年，公司实收资本和资本公积均保持稳定。截至2019年底，公司实收资本42.54元，全部由邢台市交通运输局出资；公司

资本公积10.64亿元，主要由专利技术和投资性房地产（锦江天地商业中心）构成。

2017—2019年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长10.94%。截至2019年底，公司未分配利润20.53亿元，较上年底增长9.33%。

2017—2019年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长230.23%。截至2019年底，公司少数股东权益6.32亿元，较上年底增长74.13%，主要系并表PPP项目少数股东权益增长所致。

截至2020年9月底，公司所有者权益85.24亿元，规模和结构较上年底均变化不大。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年底		2018年底		2019年底		2020年9月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	42.54	58.90	42.54	54.76	42.54	51.49	42.54	49.91
资本公积	10.64	14.73	10.64	13.69	10.64	12.87	10.64	12.48
未分配利润	16.68	23.09	18.77	24.17	20.53	24.84	21.92	25.71
少数股东权益	0.58	0.80	3.63	4.67	6.32	7.65	7.54	8.85
所有者权益合计	72.23	100.00	77.69	100.00	82.63	100.00	85.24	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季度报表整理

公司债务规模呈快速增长趋势，2019年以来公司债务结构有所优化，整体债务负担较重。

2017—2019年，公司负债快速增长，年均复合增长42.72%。截至2019年底，公司负债101.42亿元，较上年底增长56.90%，主要系非

流动负债增长所致。其中流动负债占36.83%、非流动负债占63.17%，公司负债结构转为以非流动负债为主。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年底		2018年底		2019年底		2020年9月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.86	9.76	7.63	11.80	6.57	6.48	4.45	3.33
应付账款	3.67	7.37	4.30	6.65	3.51	3.46	3.85	2.88
其他应付款	3.00	6.02	5.59	8.65	2.96	2.92	4.34	3.25
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	7.36	11.39	9.42	9.29	20.16	15.08
其他流动负债	0.00	0.00	2.00	3.09	7.99	7.88	0.00	0.00
流动负债	16.85	33.85	33.21	51.38	37.36	36.83	38.93	29.12
长期借款	7.96	15.98	13.80	21.35	48.49	47.81	74.86	56.00
应付债券	24.80	49.81	16.89	26.13	10.96	10.80	14.43	10.80
非流动负债	32.94	66.15	31.42	48.62	64.06	63.17	94.75	70.88
负债总额	49.79	100.00	64.64	100.00	101.42	100.00	133.68	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年三季度报表整理

2017—2019年，公司流动负债快速增长，

年均复合增长48.88%。截至2019年底，公司

流动负债 37.36 亿元，较上年底增长 12.48%，主要系其他流动负债增长所致。

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 16.29%。截至 2019 年底，公司短期借款 6.57 亿元，较上年底下降 13.89%。其中，抵押借款 5.47 亿元、质押借款 0.50 亿元、保证借款 0.60 亿元。

2017—2019 年，公司应付账款有所波动，年均复合下降 2.17%。截至 2019 年底，公司应付账款 3.51 亿元，较上年底下降 18.23%，主要系应付工程款和材料款减少所致。从构成来看，公司应付账款主要由工程款 1.60 亿元、材料款 1.03 亿元和劳务费 0.67 亿元构成。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 0.70%。截至 2019 年底，公司其他应付款 2.96 亿元，较上年底下降 47.08%，主要系暂用款减少所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由保证金和垫付款构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.42 亿元，其中一年内到期的长期借款 4.96 元，一年内到期的应付债券 3.99 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 7.99 亿元，较上年底增长 5.99 亿元，全部由公司发行的超短期融资券构成，已调整至短期债务进行核算。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 39.46%。截至 2019 年底，公司非流动负债 64.06 亿元，较上年底增长 103.86%，系长期借款大幅增长所致。

2017—2019 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 146.87%。截至 2019 年底，公司长期借款 48.49 亿元，较上年底增长 251.36%，主要系 PPP 项目推进，匹配贷款逐步落实所致。其中，信用借款 19.02 亿元，抵押借款 3.15 亿元，质押借款 30.88 亿元，质押物为各地 PPP 参股公司、项目公司提供的应收账款质押，保证借款 0.40 亿元（以上分类中包括一年内到期部分 4.96 亿元）。

2017—2019 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 33.53%。截至 2019 年底，公司

应付债券 10.96 亿元，较上年底下降 35.13%，系“16 邢路 01”“16 邢台路桥 PPN001”和“18 邢路 01”偿还所致。公司存续应付债券明细如下（包括一年内到期部分 3.99 亿元）。

表 13 截至 2019 年底公司应付债券明细

（单位：亿元）

项目	发行额度	起息日	期限	账面余额
16 邢台路桥 MTN001	10.00	2016.02.04	5 年	9.96
17 邢台路桥 PPN001	4.00	2017.10.17	3 年	3.99
18 邢台路桥 PPN001	1.00	2018.05.24	3 年	1.00
合计	15.00	--	--	14.95

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期应付款 0.86 亿元，较上年底增加 0.60 亿元，全部由融资租赁款构成，已调整至长期债务进行核算。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 45.67%。截至 2019 年底，公司全部债务 87.31 亿元，其中短期债务 27.01 亿元（占 30.94%），占比较上年底减少 9.28 个百分点，长期债务 60.30 亿元（占 69.06%）。2017—2019 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年上升，长期债务资本化比率波动中有所上升。截至 2019 年底，上述指标分别为 55.11%、51.38% 和 42.19%。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 133.68 亿元，较上年底增长 31.81%，主要系长期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。其中，非流动负债占比继续上升，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 116.20 亿元，较上年底增长 33.08%。其中，短期债务 26.11 亿元（占 22.47%），占比较上年底减少 8.47 个百分点，长期债务 90.09 亿元（占 77.53%）。截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.06%、57.68% 和 51.38%，较上年底分别提高 5.96 个百分点、提高 6.30 个百分点和提高 9.19 个百分点。公司债务负担有所加重。公司未来有息债务期限分布情况如表 14 所示。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限分布情况

(单位: 亿元)

期限	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
债务规模	26.11	1.78	17.46	70.85

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

公司收入规模波动中小幅增长, 利润规模有所波动, 整体盈利能力一般。

2017—2019 年, 公司营业收入波动中有所增长, 分别为 39.07 亿元、40.33 亿元和 40.24 亿元, 年均复合增长 1.49%; 同期, 公司营业成本年均复合增长 3.49%, 公司营业利润率波动中有所下降, 分别为 23.27%、19.66% 和 20.17%。

期间费用来看, 2017—2019 年, 公司期间费用小幅波动, 分别为 5.85 亿元、5.46 亿元和 5.75 亿元, 主要由管理费用和财务费用构成, 随公司全部债务规模不断增长, 公司财务费用逐年增长, 期间费用占营业收入的比重分别为 14.98%、13.54% 和 14.28%。公司期间费用控制能力一般。2019 年, 公司资产减值损失为 -0.24 亿元, 系冲回坏账计提准备所致。2017—2019 年, 公司利润总额分别为 3.31 亿元、3.55 亿元和 2.62 亿元。

盈利指标方面, 2017—2019 年, 总资本收益率波动中有所降低, 净资产收益率不断降低, 2019 年, 上述指标分别为 2.61% 和 2.73%, 公司盈利能力一般。

表 15 同行业 2019 年盈利指标对比 (单位: %)

公司名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
郑州路桥建设投资集团有限公司	1.84	1.70	22.88
成都市路桥工程股份有限公司	1.59	1.85	4.24
新疆北新路桥集团股份有限公司	2.83	1.52	10.00
公司	2.99	2.92	20.66

注: 1. Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为保证数据可比性, 本表数据统一采用 Wind 数据

资料来源: Wind, 联合资信整理

2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 28.66

亿元, 同比下降 4.34%; 实现利润总额 1.95 亿元。

5. 现金流分析

公司收现质量较好, 经营活动现金流量持续少量净流入, 随着承接 PPP 项目开展, 投资活动现金流持续净流出且规模不断增长, 公司存在较大融资需求。

经营活动方面, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流净额有所波动且数额较小, 分别为 0.37 亿元、0.39 亿元和 552.99 万元。公司经营活动现金主要以工程建设投入和收入回款为主, 其他与经营活动有关的现金主要由保证金、服务费的收支构成。2017—2019 年, 公司现金收入比分别为 108.42%、103.09% 和 109.09%, 公司收现质量较好。

投资活动方面, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流持续净流出且规模不断增长, 分别为 -3.78 亿元、-14.54 亿元和 -28.90 亿元。同期, 公司投资活动现金流入仅有 2019 年取得投资收益现金 145.20 万元; 投资活动现金流出主要为 PPP 项目支出。

筹资活动方面, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 7.30 亿元、17.09 亿元和 32.55 亿元。其中流入主要以取得借款收到的现金为主, 公司吸收投资收到的现金主要为 PPP 项目并表公司收到的少数股东投资; 流出主要以偿付债务支付的现金为主, 其余有少部分融资费用和资金拆借。

2020 年 1—9 月, 公司经营活动现金净流入 4.61 亿元, 投资活动现金净流出 25.97 亿元, 主要为并表 PPP 项目建设投入; 筹资活动现金净流入 29.42 亿元, 主要以取得借款收到的现金为主。

6. 偿债能力

公司短期、长期偿债能力均尚可。公司间接融资渠道畅通, 市场竞争力较强, 整体偿债能力很强。

短期偿债能力方面, 2017—2019 年, 公司

流动比率和速动比率均持续下降，2019 年底，上述指标分别为 265.84% 和 189.69%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 2.17%、1.18% 和 0.15%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力很弱。截至 2019 年底，公司未受限现金类资产 18.61 亿元，为同期短期债务的 0.69 倍，覆盖能力一般。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率较上年底均略有下降，分别为 264.41% 和 187.92%，同期公司现金短期债务比为 1.11 倍，剔除受限货币资金后的现金短期债务比为 0.99 倍，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 6.94 亿元、7.71 亿元和 7.31 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 5.93 倍、6.72 倍和 11.94 倍，EBITDA 利息倍数分别为 4.94 倍、3.35 倍和 2.05 倍，公司长期偿债能力尚可。考虑到公司在河北省区域市场竞争力较强，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。公司合并口径共获得银行授信 298.87 亿元，其中尚未使用额度 201.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产和负债占合并口径的比例较高，母公司作为公司的经营主体，对收入和利润的贡献很大。

截至 2019 年底，母公司资产总额 136.86 亿元，较上年底增长 4.77%，流动资产 80.75 亿元，非流动资产 56.11 亿元，母公司资产以流动资产为主，其中主要由应收账款 30.24 亿元、存货 27.80 亿元、长期股权投资 26.00 亿元和无形资产 19.04 亿元构成。母公司资产总额占合并口径资产总额的 74.37%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 78.91 亿元，较上年底增长 6.89%，主要系未分配利润增长所致。其中，实收资本 42.54 亿元；资本公积 10.64 亿元；未分配利润 23.13 亿元，较上年底增长 24.76%。母公司所有者权益占合

并口径的 95.50%。

截至 2019 年底，母公司负债总额 57.95 亿元，较上年底增长 2.01%，流动负债 44.32 亿元，非流动负债 13.63 亿元，母公司负债以流动负债为主，其中预收款项 9.59 亿元、一年内到期的非流动负债 8.95 亿元、其他流动负债 7.99 亿元、长期借款 1.19 亿元、应付债券 10.96 亿元。母公司负债总额占合并口径的 57.14%。母公司全部债务 37.97 亿元¹，其中短期债务 25.60 亿元，长期债务 12.37 亿元，母公司债务以短期债务为主，全部债务资本化比率 32.49%，债务负担尚可，但面临一定短期偿付压力。

2019 年，母公司营业收入 56.71 亿元，同比增长 44.17%，为合并口径的 1.41 倍，利润总额 6.68 亿元，同比增长 50.58%，为合并口径利润总额的 2.55 倍，主要系母公司承担部分 PPP 项目建设工作，合并报表时，PPP 项目公司为并表子公司，收入和利润总额在合并层面抵消所致。母公司营业利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为 20.42%、6.45% 和 6.17%，母公司盈利能力尚可。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产总额 146.62 亿元，所有者权益为 81.46 亿元，负债总额 65.16 亿元；母公司资产负债率 44.44%，全部债务资本化比率 34.95%。2020 年 1—9 月，母公司营业收入 37.84 亿元，利润总额 3.43 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 116.20 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 10.00 亿元（含），本期债券发债额度对公司债务有一定影响。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债

¹ 本报告已将母公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入全部债务核算。

务资本化比率分别由 61.06%、57.68%和 51.38% 上升至 62.76%、59.68%和 54.01%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 7.31 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 0.73 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；经营活动产生的现金流入 49.80 亿元，为本期债券发行额度的 4.98 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高；公司经营活动产生的现金流净额为 0.06 亿元，为本期债券发行额度的 0.01 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度低。

综合以上分析，并考虑到公司在河北省区域市场竞争力较强，公司对本期债券的偿还能力很强。

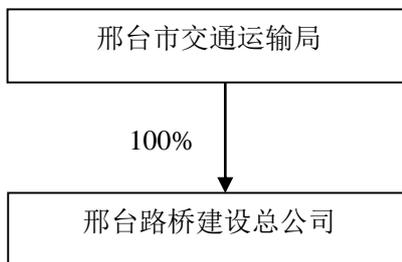
十、结论

公司是集公路、桥梁、隧道、市政工程施工及相关业务于一体的交通建设企业。联合资信对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，公司收入规模波动增长，在河北省路桥建设领域保持着一定的规模和较强的竞争优势。同时，联合资信也关注到公司资产质量一般，资金支出压力大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

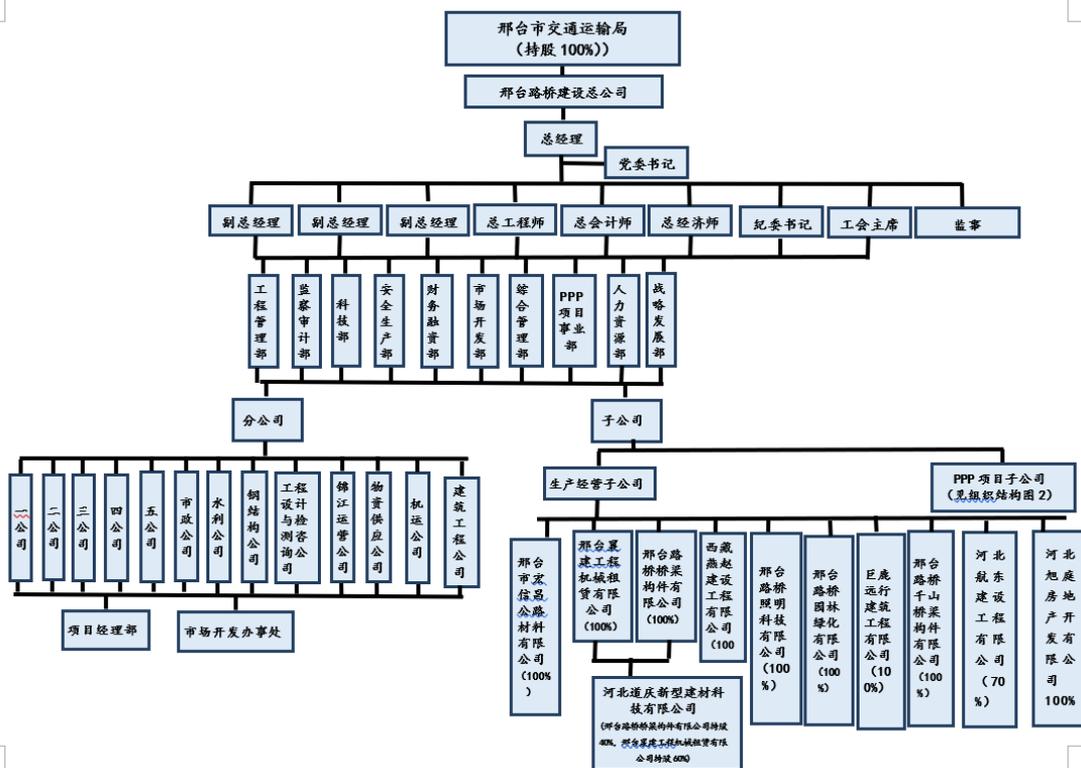
近年来，河北地区公路等基础设施建设的快速推进有利于公司现有业务规模的保持。未来公司将由传统的生产施工型企业向投资生产经营型企业转变，在完成已签约项目的同时继续开发 PPP 市场，公司未来经营有望稳步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织架构图



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围的子公司情况

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	邢台路桥桥梁构件有限责任公司	100.00	10000.00
2	邢台路桥园林绿化有限公司	100.00	200.00
3	西藏燕赵建设工程有限公司	100.00	20000.00
4	漯河市两河四湖建设有限公司	59.61	22000.00
5	宁津县宁达公路工程有限公司	90.00	6400.00
6	邢台路桥照明科技有限公司	100.00	600.00
7	邢台路桥千山桥梁构件有限责任公司	100.00	13000.00
8	沙河市锦通建设管理有限公司	100.00	1641.63
9	晋州振兴市政建设管理有限公司	99.00	16476.47
10	南宫市兴通公路工程有限公司	80.00	4354.31
11	邢台襄建工程机械租赁有限公司	100.00	100.00
12	安阳市鼎易工程管理有限公司	90.00	29481.48
13	内蒙古燕赵交通建设管理有限公司	99.00	17000.00
144	宁津县德通公路工程有限公司	90.00	7856.36
15	邯郸瀛信工程项目管理有限公司	66.92	18140.37
16	晋州市振达交通建设管理有限公司	99.00	10397.41
17	云南燕盈公路建设有限公司	80.00	1000.00
18	河北道庆新型建材科技有限公司	100.00	1000.00
19	南宫市通达公路工程有限公司	90.00	6038.03
20	黄骅市旭航公路工程有限公司	94.90	10723.03
21	镇平县环通工程管理有限公司	90.00	16000.00
22	枣强县振德建设管理有限公司	90.00	15911.88
23	河北首都新机场高速公路开发有限公司	51.59	86000.00
24	邢台市宏信昌公路材料有限公司	100.00	1600.00
25	阜城华禹工程项目管理有限公司	100.00	7573.30
26	镇平县平通工程管理有限公司	90.00	5746.01
27	金华邢通工程管理有限公司	70.00	6887.00
28	巨鹿县锦建工程管理有限公司	90.00	6986.07
29	山东汶化工程管理有限公司	90.00	10000.00
30	卢氏县河洛神韵工程管理有限公司	90.00	29121.03
31	安徽盛合建设管理有限公司	51.00	14000.00
32	河北旭庭房地产开发有限公司	100.00	1000.00
33	河北航东建设工程有限公司	70.00	11000.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.17	16.16	21.68	28.98
资产总额（亿元）	122.02	142.32	184.04	218.93
所有者权益（亿元）	72.23	77.69	82.63	85.24
短期债务（亿元）	8.39	20.82	27.01	26.11
长期债务（亿元）	32.76	30.94	60.30	90.09
全部债务（亿元）	41.15	51.76	87.31	116.20
营业收入（亿元）	39.07	40.33	40.24	28.66
利润总额（亿元）	3.31	3.55	2.62	1.95
EBITDA（亿元）	6.94	7.71	7.31	--
经营性净现金流（亿元）	0.37	0.39	0.06	4.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.66	1.51	1.31	--
存货周转次数（次）	1.47	1.29	1.19	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.31	0.25	--
现金收入比（%）	108.42	103.09	109.09	128.76
营业利润率（%）	23.27	19.66	20.17	20.28
总资本收益率（%）	3.29	3.32	2.61	--
净资产收益率（%）	3.22	3.10	2.73	--
长期债务资本化比率（%）	31.20	28.48	42.19	51.38
全部债务资本化比率（%）	36.29	39.99	51.38	57.68
资产负债率（%）	40.81	45.42	55.11	61.06
流动比率（%）	476.34	269.65	265.84	264.41
速动比率（%）	329.06	193.90	189.69	187.92
经营现金流负债比（%）	2.17	1.18	0.15	--
现金短期债务比（倍）	1.45	0.78	0.80	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	4.94	3.35	2.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.93	6.72	11.94	--

注：1. 已将公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务调整至债务核算；2. 2020 年三季度财务报表未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.34	11.46	10.21	18.56
资产总额（亿元）	113.12	130.63	136.86	146.62
所有者权益（亿元）	70.72	73.82	78.91	81.46
短期债务（亿元）	7.21	16.63	25.60	25.42
长期债务（亿元）	27.99	18.85	12.37	18.35
全部债务（亿元）	35.20	35.48	37.97	43.77
营业收入（亿元）	33.64	39.34	56.71	37.84
利润总额（亿元）	2.46	4.31	6.68	3.43
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.08	5.40	10.09	5.41
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.49	1.51	1.91	--
存货周转次数（次）	1.31	1.27	1.70	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.32	0.42	--
现金收入比（%）	99.48	107.53	115.83	113.58
营业利润率（%）	23.26	21.22	20.42	17.38
总资本收益率（%）	1.58	4.49	6.17	--
净资产收益率（%）	2.37	4.20	6.45	--
长期债务资本化比率（%）	28.36	20.34	13.55	18.38
全部债务资本化比率（%）	33.23	32.46	32.49	34.95
资产负债率（%）	37.48	43.49	42.34	44.44
流动比率（%）	502.08	210.30	182.21	185.36
速动比率（%）	335.17	143.81	119.48	128.47
经营现金流动负债比（%）	0.57	14.29	22.77	--
现金短期债务比（倍）	1.30	0.69	0.40	0.73
EBTIDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 已将母公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务调整至债务核算；2. 母公司 2020 年三季度财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 邢台路桥建设总公司 2020年公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年邢台路桥建设总公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

邢台路桥建设总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。邢台路桥建设总公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对邢台路桥建设总公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，邢台路桥建设总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注邢台路桥建设总公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现邢台路桥建设总公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对邢台路桥建设总公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如邢台路桥建设总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对邢台路桥建设总公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送邢台路桥建设总公司、监管部门等。