信用评级公告

联合〔2021〕4892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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持邢台路桥建设总公司主体长期信用等级为AA，“20邢台路桥MTN001”信用等级为AA，“20邢台路桥CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

邢台路桥建设总公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
20邢台路桥MTN001	AA	稳定	AA	稳定
20邢台路桥CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20邢台路桥MTN001	5亿元	5亿元	2023/06/17
20邢台路桥CP001	5亿元	5亿元	2021/10/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续的短期融资券

评级时间：2021年6月28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	评价结果
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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
项目投产				1

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。跟踪期内，公司在手订单充足，业务可持续性强。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模快速增长、建设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，公司在手订单充足，业务发展前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“20邢台路桥MTN001”的信用等级为AA，“20邢台路桥CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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。2020年，河北省生产总值实现36206.9亿元，较2019年增长3.9%；全社会固定资产投资较2019年增长2.9%。

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，获得多项荣誉，市场竞争力较强。

关注

1. 公司PPP项目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2021年3月底，公司前二十大在建PPP项目总投资167.06亿元，累计完成投资106.44亿元，尚需投资60.62亿元，未来资金支出压力大。

分析师：
宋金玲
张　依
陈铭哲

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

2. 公司债务规模快速增长。随着 PPP 项目的逐步推进，公司债务规模快速增长，整体债务负担较重。截至 2021 年 3 月底，公司债务总额为 126.13 亿元，较 2019 年底增长 44.46%，全部债务资本化比率 59.25%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.16	21.68	23.23	19.00
资产总额（亿元）	142.32	184.04	224.72	233.19
所有者权益（亿元）	77.69	82.63	85.60	86.76
短期债务（亿元）	20.82	27.01	23.55	7.64
长期债务（亿元）	30.94	60.30	95.55	117.56
全部债务（亿元）	51.76	87.31	119.10	125.20
营业收入（亿元）	40.33	40.24	43.60	8.50
利润总额（亿元）	3.55	2.62	2.75	0.57
EBITDA（亿元）	7.71	7.31	8.89	--
经营性净现金流（亿元）	0.39	0.06	4.38	0.42
营业利润率（%）	19.66	20.17	22.06	22.08
净资产收益率（%）	3.10	2.73	2.27	--
资产负债率（%）	45.42	55.11	61.91	62.79
全部债务资本化比率（%）	39.99	51.38	58.18	59.07
流动比率（%）	269.65	265.84	238.16	433.33
现金短期债务比（倍）	0.78	0.80	0.99	2.49
经营现金流动负债比（%）	1.18	0.15	11.27	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	2.05	1.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.72	11.94	13.39	--
本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	130.63	136.86	150.95	149.53
所有者权益（亿元）	73.82	78.91	84.33	0.00
全部债务（亿元）	35.20	35.48	44.25	41.63
营业收入（亿元）	39.34	56.71	57.06	9.66
利润总额（亿元）	4.31	6.68	6.96	0.71
资产负债率（%）	43.49	42.34	44.13	43.10
全部债务资本化比率（%）	33.23	32.46	34.41	100.00
流动比率（%）	210.30	182.21	216.72	300.13
经营现金流动负债比（%）	14.29	22.77	29.53	--

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全部债务核算；
2. 2021 年一季度财务报表未经审计

跟踪评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 邢台路桥 CP001	A-1	AA	稳定	2021/04/26	宋金玲 张 依 陈铭哲	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
	A-1	AA	稳定	2020/09/18	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
20 邢台路桥 MTN001	AA	AA	稳定	2020/06/02	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

邢台路桥建设总公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于邢台路桥建设总公司（以下简称 “公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、公司基本情况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，实际控制人发生调整。2021 年 4 月 9 日，公司发布《邢台路桥建设总公司关于公司实际控制人变更的公告》，公司实际控制人由邢台市交通运输局变更为邢台市国有资产监督管理委员会（以下简称“邢台市国资委”）。截至报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 42.54 亿元，邢台市国资委授权邢台市交通运输局实际履行出资人职责。

跟踪期内，公司经营范围变更为：公路工程建筑。按资质证书核定的范围从事公路.桥梁.隧道.机场.码头工程开发经营。1.承包境外公路桥梁工程和境内国际招标工作。2.上述境外所需的设备.材料出口。3.对外派遣实施上述境外工程的劳务人员。沥青道路材料销售。污水处理及其再生利用。铁路工程建筑。道路货物运输。商品砼搅拌生产销售(限分支机构经营)。建筑工程机械与设备经营租赁。市政道路工程建筑。水利和水运工程建筑。房屋建筑业。架线和管道工程建筑。土石方工程服务。公路管理与养护。城市照明工程服务。质检技术服务。工程技术与设计服务。节能环保工程施工。交通运输工程技术开发。林木育种和育苗。花卉及其他园艺作物种植与销售。自有商业房屋租赁服务。单位自有房屋租赁服务。房地产开发经营。其他土木工程建筑。市政设施管理。土地整治服务。环保咨询。安全风险评估服务。技术推广服务。电力工程施工。电气安装。管道和设备安装。光伏设备及元器件制造。其他道路、隧道和桥梁工程建筑。建筑装饰、装修和其他建筑业。工矿工程建筑。城市轨道交通工程建筑。环境治理业。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)

截至 2021 年 3 月底，公司组织结构未发生变化；合并范围内子公司 41 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 224.72 亿元，所有者权益 85.60 亿元（含少数股东权益 7.13 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 43.60 亿元，利润总额 2.75 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 233.19 亿元，所有者权益 86.76 亿元（含少数股东权益 7.67 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.50 亿元，利润总额 0.57 亿元。

公司注册地址：邢台市建业南路 239 号；法定代表人：马骅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。跟踪期内，“20邢台路桥MTN001”已按时付息；“20邢台路桥CP001”发行不满一年，尚未付息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 邢台路桥 MTN001	5.00	5.00	2020/06/17	3 年
20 邢台路桥 CP001	5.00	5.00	2020/10/28	1 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消

费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1、建筑施工行业分析

（1） 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。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，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

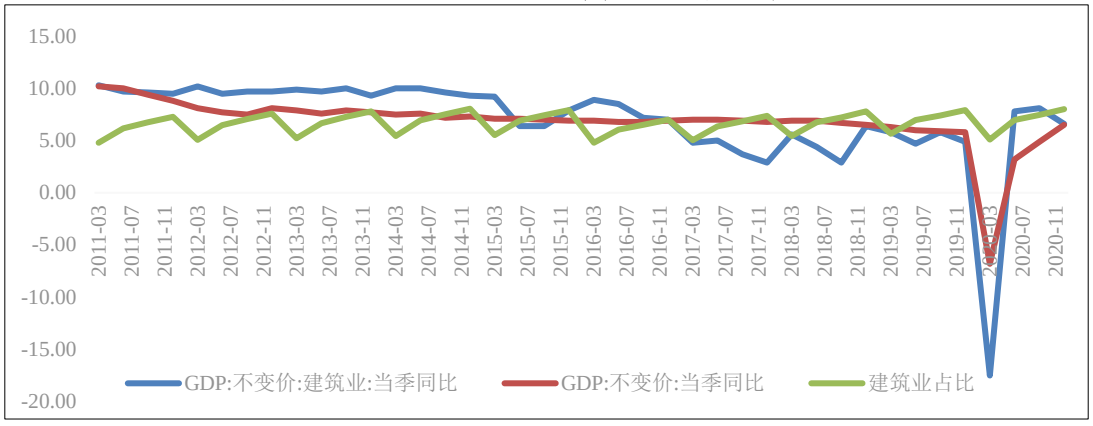
2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 万亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

（2） 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

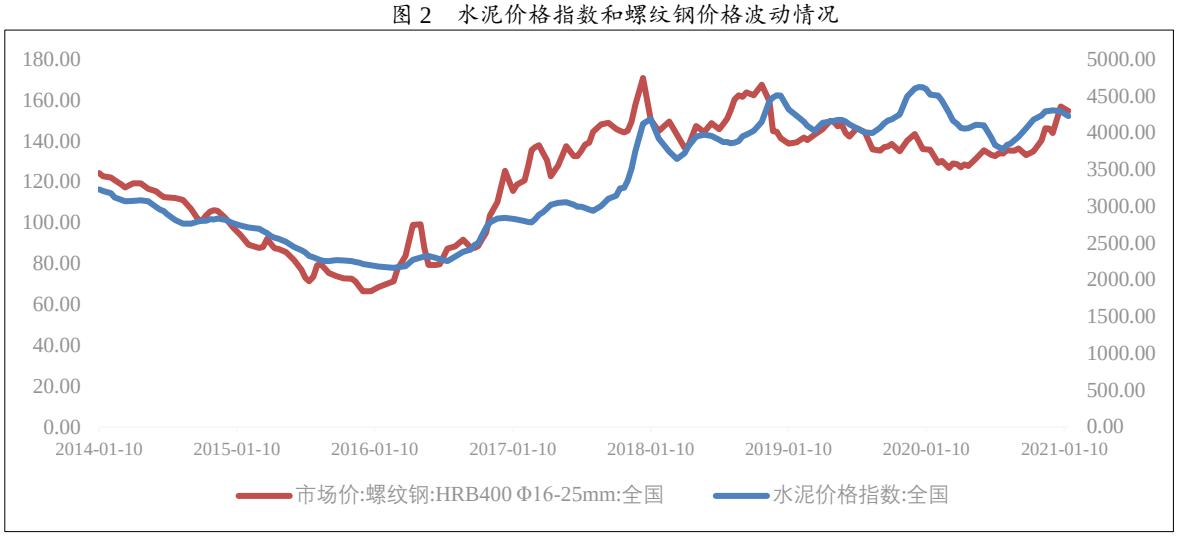
图 1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图 2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温

和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3） 建筑施工行业竞争态势分析

近年来中国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

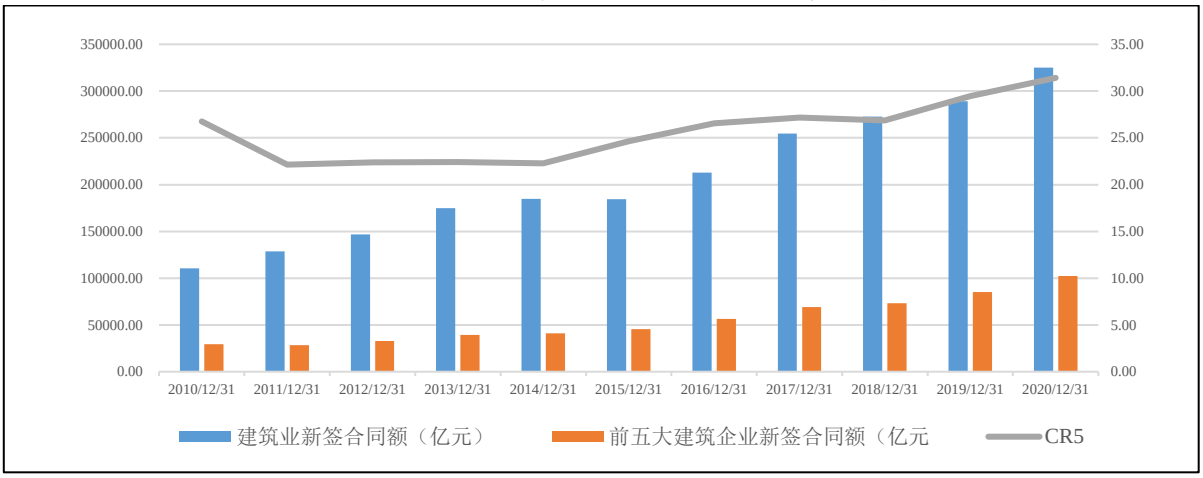
近年来中国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为中国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，中国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

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。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，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 2010－2020 年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4） 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。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

跟踪期内，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。

根据《2020 年河北省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，河北省地区生产总值实现 36206.9 亿元，比上年增长 3.9%。其中，第一产业增加值 3880.1 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 13597.2 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 18729.6 亿元，增长 3.3%。三次产业结构由上年的 10.1:38.3:51.6 调整为 10.7:37.6:51.7。

2020 年，河北省全社会固定资产投资比上年增长 2.9%。其中，固定资产投资（不含农户）增长 3.2%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年下降 5.3%；第二产业投资下降 5.6%；第三产业投资增长 10.7%。基础设施投资增长 16.5%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 25.7%，比上年提高 2.9 个百分点。生态保护和环境治理业、水利管理业、市政设施管理业完成投资分别增长 98.6%、71.5%和 10.1%；教育业、娱乐业、社会保障业等社会性基础设施投资合计增长 20.1%。民间固定资产投资下降 5.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 66.9%。

初步核算，2021 年一季度，河北省生产总值 8750.5 亿元，同比增长 15.1%，比 2020 年同期增长 8.0%。分产业看，第一产业增加值 564.3 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3400.7 亿元，增长 16.8%；第三产业增加值 4785.5 亿元，增长 15.7%。2021 年一季度，河北省固定资产投资同比增长 16.2%，比 2020 年同期增长 7.3%。其中，基础设施投资快速增长，完成投资同比增长 38.4%。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司实际控制人由邢台市交通运输局变更为邢台市国资委，过往债务履约情况良好。

1. 股权状况

截至报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 42.54 亿元，邢台市国资委授权邢台市交通运输局实际履行出资人职责，实际控制人为邢台市国资委。

2. 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 2021 年 6 月 2 日，公司本部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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化，且公司高层管理人员未

发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍以建筑施工为主业，营业收入规模同比略有增加，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。2020 年，公司实现营业收入 43.60 亿元，同比略有增加。其中，工程施工收入占营业收入比重超过 99%。2020 年，工程施工毛利率 22.25%，同比上升 2.17 个百分点，主要系 PPP 项目陆续进入运营期产生运营收入所致，公司工程施工毛利率处于行业较高水平。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.50 亿元，相当于 2020 年全年收入的 19.50%，主要源自工程施工业务。同期，公司综合毛利率为 22.79%，较 2020 年变化不大。

表 3　近年来公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	39.88	20.08	43.29	22.25	8.43	22.30
其他业务	0.36	85.08	0.31	83.08	0.07	80.85
合计	**40.24**	**20.66**	**43.60**	**22.68**	**8.50**	**22.79**

注：工程施工收入中包含 PPP 项目运营收入；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

跟踪期内，公司建筑施工新签合同额有所下降，在手订单充足，业务持续性强。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，公司资金管理水平面临一定挑战，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。2020 年，公司新签合同额 58.94 亿元，较 2019 年有所下降。2021 年 1—3 月，新签合同为 15.96 亿元。截至 2020 年底，在手未完工施工合同额 263.29 亿元。

从地域分布看，2020 年，公司在河北省内的新签合同金额 12.10 亿元，在河北省外的新签合同金额 46.84 亿元，河北省外业务比重大幅上升，主要系市场布局的战略调整所致。2021 年 1—3 月，公司在河北省内的新签合同额为 6.46 亿元，河北省外的新签合同额为 9.50 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，2020 年公司新签合同中施工招标 32.61 亿元，PPP 项目 26.33 亿元。

表 4　公司新签合同情况（单位：亿元）

区域分布	项目类型	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
河北省内	施工招标	17.94	12.10	6.46
	PPP	7.28	0	0
	小计	**25.22**	**12.10**	**6.46**
河北省外	施工招标	11.23	20.51	9.50
	PPP	28.68	26.33	0
	小计	**39.91**	**46.84**	**9.50**
合计		**65.13**	**58.94**	**15.96**

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。2020 年，公司前五大供应商合计采购占比 15.80%，集中度较低。

表 5　2020 年公司主要材料供应商情况

（单位：万元、%）

供应商	采购项目	采购金额	占同类采购总额比例
北京市华铁建贸易有限公司	钢材	8717.66	3.71
北京金隅水泥经贸有限公司	水泥	7572.6	3.22
邢台市祥璟商贸有限公司	钢材	5327.72	2.27
中化弘润石油化工有限公司	沥青	4768.00	4.67
河北恒安板材有限公司	钢材	4528.02	1.93
合计	--	**30914.00**	**15.80**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 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、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 标段等项目，BOT 模式项目下的迁曹高速公路项目，PPP 模式下的新机场北线高速公路廊坊段二合同、镇平县城市客运交通系统综合体建设工程项目等。

公司前十大传统施工总承包合同金额 40.50 亿元，截至 2021 年 3 月底完成额 18.74 亿元，累计收到回款 14.13 亿元，后续投资额为 21.76 亿元，未来在建项目资金支出压力大。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司前十大传统施工总承包及 BOT 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	后续投资额	收到回款
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	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	6.19	0.05	6.14	0.03
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	1.33	4.17	0.62
国道 G340 邢台段绕城改建工程施工	邢台市公路工程管理处	5.26	4.75	0.51	3.25
甘肃省 S38 王格尔塘至夏河（桑科）段高速公路路基、桥梁、隧道工程施工招标 WXSG-5 标段	甘肃省交通建设集团有限公司	4.87	3.71	1.16	3.50
G329 西大路柘皋改建工程	合肥市公路管理局	3.88	0.34	3.54	0.30
舒城县城南四条路、三里河东路及配套工程施工	舒城县重点工程建设管理处	3.63	1.75	1.88	1.20
邢台路桥建设总公司德州至上饶高速公路池州至祁门段路基 08 标	安徽省交通控股集团有限公司	3.32	1.16	2.16	0.90
国道 314 线布伦口至红其拉甫段公路工程 BHGL-2 标段	新疆维吾尔自治区交通建设管理局	2.87	2.51	0.36	2.01
邢州大道改造工程（高速路-任县县界）勘察-设计-施工 EPC 工程总承包	邢东新区规划建设局	2.78	1.23	1.55	0.60
邢台路桥建设总公司 G312 六安段（六安西互通至大顾店）改建工	六安市交通基础设施建设投资有限公司	2.20	1.91	0.29	1.72
传统总承包模式小计		**40.50**	**18.74**	**21.76**	**14.13**
迁曹高速公路项目	河北迁曹高速公路有限公司	30.46	29.90	0.56	29.00
BOT 模式项目小计		**30.46**	**29.90**	**0.56**	**29.00**
合计		**70.96**	**48.64**	**22.32**	**43.13**

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专营权，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开发有限公司（以下简称“迁曹公司”），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迁曹公司，公司签约施工总承包金额为30.46亿元，截至2021年3月底已完成施工29.90亿元，已收到回款29.00亿元，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0.56亿元，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2021年3月底公司前十大在建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	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	13.50	0.00	13.50
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	2.91	9.09	0.00
镇平县城市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	1.49	8.76	1.01
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	4.91	4.35	4.91
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	4.29	3.33	4.29
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	0.46	6.60.	0.00
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	4.67	2.02	4.22
邢台路桥建设总公司南陵县G318南(陵)青(阳)线改造工程(一期)项目	安徽盛合建设管理有限公司	5.99	51.00	5.83	0.30	5.53	0.14
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	4.70	0.95	4.42
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	4.33	0.83	4.33
合计		**137.17**	--	**85.77**	**41.56**	**34.86**	**36.82**

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，并均与项目业主进行了沟通，适当延期
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司共参与PPP项目29个，其中并表项目24个；PPP项目带动施工合同金额126.87亿元，已完成产值63.16亿元。公司参与的PPP项目全部入库（财政部库）。账务处理方面，非并表PPP项目投入计入“长期股权投资”，并表PPP项目投入计入“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2021年3月底，公司共有5个并表PPP项目进入运营期，累计实现运营收入3.57亿元，收入主要来自政府或使用者付费及政府缺口性补贴。截至2021年3月底，公司前二十大并表PPP项目总投额合计167.06亿元，累计完成投资106.44亿元，尚需投资60.62亿元。公司大部分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，公司资金管理水平面临一定挑战。

3. 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 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 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内子公司 41 家。2020 年，公司新设立子公司 12 家，收购 1 家，注销 1 家。2021 年 1－3 月，公司合并范围无变化。跟踪期内，新纳入合并范围子公司规模较小，公司财务报表数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，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。

2020 年底，公司资产总额 224.72 亿元，较 2019 年底增长 22.10%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占比降至 41.23%，非流动资产上升至 58.77%，公司资产以非流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.84	11.32	23.08	10.27	18.79	8.06
应收账款	30.89	16.78	18.82	8.37	23.77	10.19
其他应收款	11.69	6.35	5.50	2.45	6.07	2.60
存货	28.45	15.46	36.62	16.30	41.03	17.60
流动资产	**99.31**	**53.96**	**92.66**	**41.23**	**99.90**	**42.84**
长期股权投资	5.22	2.84	7.79	3.47	8.04	3.45
投资性房地产	8.14	4.42	8.14	3.62	8.14	3.49
在建工程	43.80	23.80	46.03	20.48	47.94	20.56
无形资产	21.99	11.95	62.90	27.99	61.90	26.55
非流动资产	**84.73**	**46.04**	**132.06**	**58.77**	**133.28**	**57.16**
资产总额	**184.04**	**100.00**	**224.72**	**100.00**	**233.19**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度报表整理

2020 年底，公司流动资产 92.66 亿元，较 2019 年底下降 6.69%，主要系应收账款和其他应收款减少所致。

2020 年底，公司货币资金 23.08 亿元，较 2019 年底增长 10.73%。其中银行存款 19.73 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）3.29 亿元。公司货币资金中保函保证金受限 0.99 亿元、定期存款受限 2.30 亿元，合计 3.29 亿元。

2020 年底，公司应收账款 18.82 亿元，较 2019 年底下降 39.07%，主要系业务回款所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 14.69 亿元，累计计提坏账准备 0.21 亿元，其中账龄 1 年以内的占 84.41%，整体账龄较短；无风险组合的应收账款 4.33 亿元，为应收政府款项，因回收风险较小，未计提坏账准备。从集中度来看，应收账款前五名余额合计 12.16 亿元，占应收账款余额比例为 63.90%，集中度较高。

表 9　2020 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	占比
邢台市公路工程管理处	4.07	21.39
邢台路洋建设工程有限公司	2.80	14.72

漯河新区投资发展有限公司	2.39	12.54
河北迁曹高速公路开发有限公司	1.95	10.23
邢台市公路管理处	0.96	5.02
合计	**12.16**	**63.90**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司其他应收款 5.50 亿元，较 2019 年底下降 52.97%，主要系往来款减少所致。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 3.46 亿元，累计计提坏账准备 0.21 亿元，其中账龄 1 年以内的占 57.46%，整体账龄较短；无风险组合的应收账款 2.24 亿元，主要为质保保证金，未计提坏账准备。从集中度来看，其他应收款前五名余额合计 3.39 亿元，占其他应收款余额比例为 59.31%，集中度较高。

表 10　2020 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	占比
邢台路桥房地产开发有限公司	2.17	38.07
西藏自治区交通运输厅	0.69	12.09
邢台路桥交通设施有限公司	0.31	5.49
邢台兴力集团有限公司邢台县分公司	0.12	2.10
盈江县人力资源和社会保障局	0.09	1.56
合计	**3.39**	**59.31**

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货 36.62 亿元，较 2019 年底增长 28.73%，主要由工程施工（占 95.34%）构成。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。

2020 年底，公司非流动资产 132.06 亿元，较 2019 年底增长 55.85%，主要系在建工程和无形资产增长所致。

2020 年底，公司长期股权投资 7.79 亿元，较 2019 年底增长 49.31%，主要为追加对 BOT 项目公司迁曹公司投资和新增对西安中邢恒通环境科技有限公司、安徽盛合建设管理有限公司投资所致。

2020 年底，公司投资性房地产 8.14 亿元，较上年底变化不大。公司投资性房地产由位于邢台市内的锦江天地商业中心和新疆康市“公园六号”小区构成。

2020 年底，公司在建工程 46.03 亿元，较 2019 年底增长 5.11%，主要系公司对并表 PPP 项目投入增加所致，其中在建 PPP 项目账面余额 45.10 亿元。

2020 年底，公司无形资产 62.90 亿元，较 2019 年底增长 186.01%，主要系 PPP 项目增加 43.38 亿元所致。公司无形资产主要由专利技术 36.10 亿元和已完工 PPP 项目 45.97 亿元构成，累计摊销 21.43 亿元。

2020 年底，公司受限资产 9.82 亿元，占资产的比例为 4.37%。其中，保函保证金、定期存单 3.29 亿元，用于借款抵押的投资性房地产和固定资产分别为 5.81 亿元和 0.73 亿元。

2021 年 3 月底，公司资产总额 233.19 亿元，较 2020 年底增长 3.77%，资产结构变化不大。2021 年 3 月底，公司货币资金较 2020 年底下降 18.61%至 18.79 亿元，主要系项目持续投资所致；应收账款增长 26.30%至 23.77 亿元，主要系应收工程款增加所致。

3. 资本结构

跟踪期内，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。

2020 年底，公司所有者权益合计 85.60 亿元，较 2019 年底增长 3.60%，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 91.67%，少数股东权益占 8.33%。归属于母公司所有者权益 78.47 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 54.21%、13.49%和 28.04%，所有者权益稳定较强。

2020 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 10.58 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。

2020 年底，公司未分配利润 22.00 亿元，

较 2019 年底增长 7.20%。

2020 年底，公司少数股东权益 7.13 亿元，较 2019 年底增长 12.77%，主要系并表 PPP 项目少数股东权益增长所致。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 86.76 亿元，规模和结构较上年底均变化不大。

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。

2020 年底，公司负债总额 139.12 亿元，较 2019 年底增长 37.18%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 27.97%、非流动负债占 72.03%，公司负债结构以非流动负债为主。

表 11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.57	6.48	2.79	2.01	2.65	1.81
应付账款	3.51	3.46	4.09	2.94	4.03	2.76
其他应付款	2.96	2.92	5.46	3.93	6.03	4.12
一年内到期的非流动负债	9.42	9.29	15.27	10.97	0.00	0.00
其他流动负债	7.99	7.88	4.99	3.59	4.99	3.41
流动负债	**37.36**	**36.83**	**38.91**	**27.97**	**23.05**	**15.74**
长期借款	48.49	47.81	80.36	57.76	100.87	68.88
应付债券	10.96	10.80	14.43	10.37	15.93	10.88
非流动负债	**64.06**	**63.17**	**100.21**	**72.03**	**123.37**	**84.26**
负债总额	**101.42**	**100.00**	**139.12**	**100.00**	**146.43**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度报表整理

2020 年底，公司流动负债 38.91 亿元，较 2019 年底增长 4.15%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

2020 年底，公司短期借款 2.79 亿元，较 2019 年底下降 57.53%。其中，抵押借款 1.95 亿元、信用借款 0.40 亿元、保证借款 0.40 亿元。

2020 年底，公司应付账款 4.09 亿元，较 2019 年底增长 16.55%，主要系应付材料款、设备租赁费等增加所致。

2020 年底，公司其他应付款 5.46 亿元，较 2019 年底增长 84.71%，主要系暂用款增加所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由保证金和暂用款构成。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 15.27 亿元，较 2019 年底增长 62.07%，其中一年内到期的长期借款 4.13 元、一年内到期的应付债券 11.00 亿元、一年内到期的长期应付款 0.14 亿元。

2020 年底，公司其他流动负债 4.99 亿元，较 2019 年底下降 37.57%，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。

2020 年底，公司非流动负债 100.21 亿元，较 2019 年底增长 56.43%，系长期借款大幅增长所致。

2020 年底，公司长期借款 80.36 亿元，较 2019 年底增长 65.72%，主要系 PPP 项目推进，匹配贷款逐步落实所致。其中，信用借款 26.59 亿元，抵押借款 6.91 亿元，质押借款 45.13 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 5.86 亿元（以上分类中包括一年内到期部分 4.13 亿元）。

2020 年底，公司应付债券 14.43 亿元，较 2019 年底增长 31.71%，主要系公司发行“20 邢路路桥 PPN001”5.00 亿元、“20 邢台路桥 PPN002”4.00 亿元和“20 邢路路桥 MTN001”5.00 亿元所致。公司存续应付债券明细如下（包括一年内到期部分 11.00 亿元）。

表 12　截至 2020 年底公司存续债券明细

（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
18 邢台路桥 PPN001	1.00	2018.05.24	3 年	1.00
20 邢路路桥 PPN001	5.00	2020.04.28	2+1 年	4.98
20 邢路路桥 MTN001	5.00	2020.06.17	3 年	4.99
20 邢台路桥 PPN002	4.00	2020.09.16	2+1 年	3.98
可转换公司债券	0.49	/	3 年	0.49
合计	**25.49**	--	--	**25.43**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司长期应付款 0.77 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，2020 年底，公司全部债务 119.10 亿元；其中短期债务 23.55 亿元（占 19.77%），长期债务 95.55 亿元（占 80.23%）。2020 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 61.91%、52.75%和 58.18%，较 2019 年底分别上升 6.80 个、10.56 个和 6.80 个百分点。

表 13　公司有息债务 (单位：亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	27.01	23.55	7.64
长期债务	60.30	95.55	117.56
全部债务	87.31	119.10	125.20
资产负债率	55.11	61.91	62.79
全部债务资本化比率	51.38	58.18	59.07
长期债务资本化比率	42.19	52.75	57.54

注：2021 年一季报公司未调整一年内到期的非流动负债
资料来源：公司审计报告及财务报告

2021 年 3 月底，公司负债总额 146.43 亿元，较 2020 年底增长 5.25%，主要系债务增加所致。从负债结构看，2021 年 3 月底非流动负债比重进一步上升至 84.26%。2021 年 3 月底，公司全部债务 126.13 亿元，较 2020 年底增长 5.12%。2021 年 3 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 62.79%、59.07%和 57.54%，较 2020 年底分别上升 0.88 个、0.89 个和 4.79 个百分点，公司债务负担进一步加重。公司未来三年有息债务期限分布情况如下表所示。

表 13　公司有息债务期限分布情况

（单位：亿元）

期限	2021 年 4—12 月	2022 年	2023 年	2024 年
债务规模	9.48	11.89	15.86	6.57

资料来源：公司提供

4．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模同比小幅上升，整体盈利能力一般。

2020 年，公司营业收入 43.60 亿元，同比增长 8.33%；公司营业成本同趋势变化，2020 年底为 33.71 亿元，同比增长 5.58%。2020 年，公司营业利润率有所增长至 22.06%。

期间费用来看，2020 年，公司期间费用合计 7.21 亿元，同比增长 25.56%，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。2020 年，期间费用占营业收入的比重为 16.55%。公司期间费用控制能力一般。2020 年，公司资产减值损失 0.13 亿元，系计提坏账准备所致。2020 年，公司利润总额为 2.75 亿元。

盈利指标方面，2020 年，总资本收益率和净资产收益率分别为 2.54%和 2.27%，同比下降 0.07 个和 0.46 个百分点，公司盈利能力一般。

表 14　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	40.24	43.60
营业成本	31.93	33.71
期间费用	5.75	7.21
资产减值损失	0.24	0.13
投资收益	-0.25	-0.05
利润总额	2.62	2.75
营业利润率	20.17	22.06
总资本收益率	2.61	2.54
净资产收益率	2.73	2.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.50

亿元，同比增长 95.81%%；实现利润总额 0.57 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收现质量好，经营活动现金流量净流入有所上升；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，2020 年，公司经营活动现金流净额 4.38 亿元，同比有所上升。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。2020 年，公司现金收入比为 113.68%，公司收现质量好。

投资活动方面，公司投资活动现金流持续净流出且规模有所增长，2020 年为 42.80 亿元。同期，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为 PPP 项目支出。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流量净额 40.43 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。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	49.80	52.71
经营活动现金流出小计	49.74	48.32
经营活动现金流量净额	0.06	4.38
投资活动现金流量净额	-28.90	-42.80
筹资活动现金流量净额	32.55	40.43
现金收入比	109.09	113.68

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 0.42 亿元，投资活动现金净流出 2.42 亿元，主要为并表 PPP 项目建设投入；筹资活动现金净流出 0.17 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标尚可；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，公司流动比率和速动比率均有所下降，2020 年底上述指标分别为 238.16%和 144.04%。2020 年，公司经营现金流动负债比为 11.27%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱。2020 年底，公司现金短期债务比为 0.99 倍，覆盖能力一般。由于公司 2021 年一季报未调整一年内到期的非流动负债，故未采用季报数据进行测算。整体看，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2020 年，公司 EBITDA 为 8.89 亿元，全部债务/EBITDA 为 13.39 倍，EBITDA 利息倍数为 1.71 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 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 210.98 亿元，其中尚未使用额度 85.77 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，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。

2020 年底，母公司资产总额 150.95 亿元，较 2019 年底增长 10.29%。其中，流动资产 87.23 亿元，非流动资产 63.72 亿元，母公司资产以流动资产为主。母公司资产主要由应收账款 29.31 亿元、存货 25.29 亿元、长期股权投资 34.86 亿元和无形资产 17.29 亿元构成。

2020 年底，母公司所有者权益 84.33 亿元，较 2019 年底增长 6.87%，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 27.81 亿元，较上年底增长 20.21%。

2020 年底，母公司负债总额 66.62 亿元，较 2019 年底增长 14.95%。其中，流动负债 40.25 亿元，非流动负债 26.37 亿元，母公司负债以流动负债为主。母公司负债主要由预收款项

9.35 亿元、一年内到期的非流动负债 11.71 亿元、长期借款 11.11 亿元、应付债券 13.95 亿元。2020 年底，母公司全部债务 44.25 亿元[3]，其中短期债务 19.14 亿元，长期债务 25.11 亿元；全部债务资本化比率 34.41%，债务负担尚可。

2020 年，母公司营业收入 57.06 亿元，利润总额 6.96 亿元。母公司营业收入及利润均大于合并口径，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本收益率分别为 21.48%、6.16%和 4.04%，母公司盈利能力尚可。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱，公司仍面临一定集中兑付压力。

2021年3月底，公司存续债券余额19.00亿元。其中2021年到期的债券余额5.00亿元；若“20邢台路桥PPN001”和“20邢台路桥PPN001”投资人在存续期第二年末均未行使回售选择权，则公司于2023年达到待偿债券本金峰值14.00亿元。2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为未来待偿还债券本金峰值的3.77倍、0.31倍和0.64倍；2021年3月底公司现金类资产对2021年到期兑付债券金额的覆盖倍数为3.80倍。

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	14.00
2021 年 3 月底现金类资产/2021 年到期债券余额	3.80
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.77
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.31
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.64

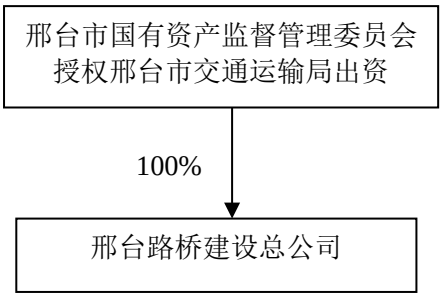
资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“20邢台路桥MTN001”的信用等级为AA，“20邢台路桥CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

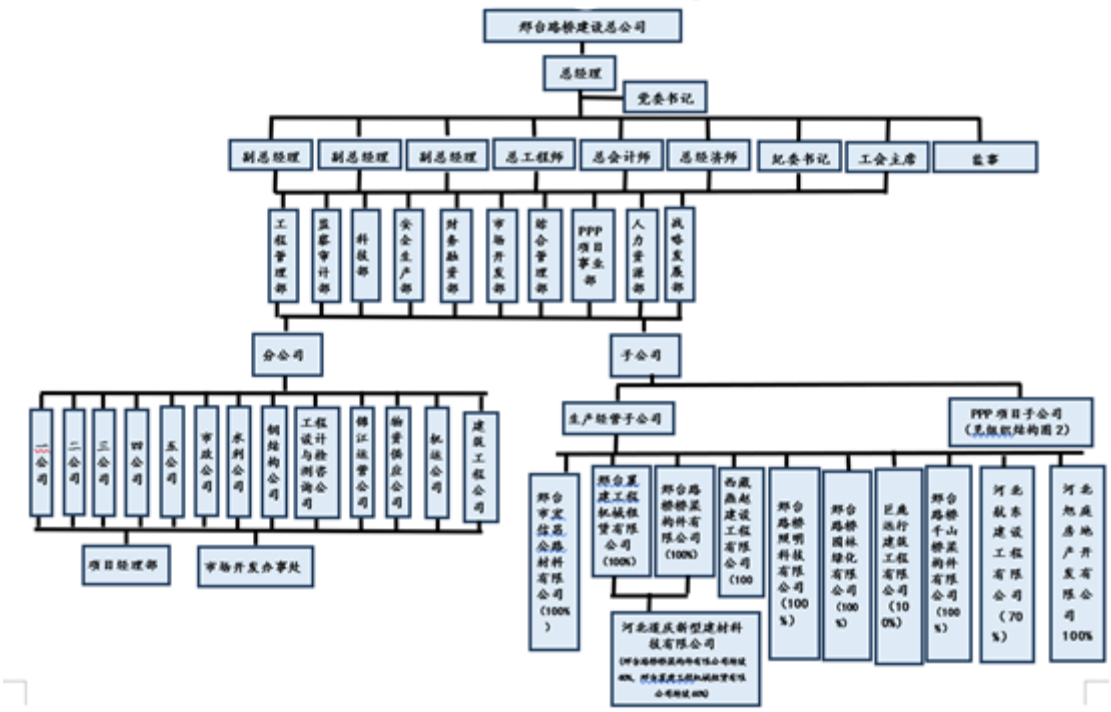
[3] 本报告已将母公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入全部债务核算。

附件 1-1　截至报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　2021 年 3 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	邢台路桥千山桥梁构件有限责任公司	100.00	13000.00
2	河北襄构建筑科技有限责任公司	100.00	10000.00
3	邢台路桥园林绿化有限公司	100.00	200.00
4	邢台路桥照明科技有限公司	100.00	600.00
5	西藏燕赵建设工程有限公司	100.00	20000.00
6	宁津县宁达公路工程有限公司	90.00	6400.00
7	漯河市两河四湖建设管理有限公司	51.00	22000.00
8	邢台襄建工程机械租赁有限公司	100.00	100.00
9	沙河市锦通建设管理有限公司	100.00	1641.63
10	南宫市兴通公路工程有限公司	80.00	3483.44
11	晋州市振兴市政建设管理有限公司	99.00	16311.71
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
14	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	94.96	10723.03
21	镇平县环通工程管理有限公司	80.51	16000.00
22	枣强县振德建设管理有限公司	90.00	85288.66
23	河北首都新机场高速公路开发有限公司	51.59	86000.00
24	阜城华禹工程项目管理有限公司	100.00	7573.30
25	邢台市宏信昌公路材料有限公司	100.00	1600.00
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	邢台市晟玉建材有限公司	100.00	2500.00
29	河北旭庭房地产开发有限公司	100.00	1000.00
30	卢氏县河洛神韵工程管理有限公司	90.00	29121.03
31	山东汶化工程管理有限公司	90.00	10000.00
32	巨鹿县锦建工程管理有限公司	90.00	6986.07
33	云南盛平工程管理有限公司	90.00	1000.00
34	河北航东建设工程有限公司	70.00	11000.00
35	邢台道桥建设工程有限公司	89.99	3016.00
36	安徽旭庭房地产开发有限公司	100.00	3500.00
37	河北航东钢结构工程有限公司	70.00	10000.00
38	漯河领港建设管理有限公司	35.70	1000.00
39	内黄县鼎信工程管理有限公司	90.00	3000.00
40	河北勘邸建设工程有限公司	100.00	11000.00
41	河北襄锦信息科技有限公司	100.00	2000.00

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.16	21.68	23.23	19.00
资产总额（亿元）	142.32	184.04	224.72	233.19
所有者权益（亿元）	77.69	82.63	85.60	86.76
短期债务（亿元）	20.82	27.01	23.55	7.64
长期债务（亿元）	30.94	60.30	95.55	117.56
全部债务（亿元）	51.76	87.31	119.10	125.20
营业收入（亿元）	40.33	40.24	43.60	8.50
利润总额（亿元）	3.55	2.62	2.75	0.57
EBITDA（亿元）	7.71	7.31	8.89	--
经营性净现金流（亿元）	0.39	0.06	4.38	0.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.51	1.31	1.72	--
存货周转次数（次）	1.29	1.19	1.04	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.25	0.21	--
现金收入比（%）	103.09	109.09	113.68	110.00
营业利润率（%）	19.66	20.17	22.06	22.08
总资本收益率（%）	3.32	2.61	2.54	--
净资产收益率（%）	3.10	2.73	2.27	--
长期债务资本化比率（%）	28.48	42.19	52.75	57.54
全部债务资本化比率（%）	39.99	51.38	58.18	59.07
资产负债率（%）	45.42	55.11	61.91	62.79
流动比率（%）	269.65	265.84	238.16	433.33
速动比率（%）	193.90	189.69	144.04	255.36
经营现金流动负债比（%）	1.18	0.15	11.27	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.80	0.99	2.49
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	2.05	1.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.72	11.94	13.39	--

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全部债务核算；2. 2021 年一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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.46	10.21	15.19	11.06
资产总额（亿元）	130.63	136.86	150.95	149.53
所有者权益（亿元）	73.82	78.91	84.33	0.00
短期债务（亿元）	16.63	25.60	19.14	6.69
长期债务（亿元）	18.85	12.37	25.11	34.94
全部债务（亿元）	35.48	37.97	44.25	41.63
营业收入（亿元）	39.34	56.71	57.06	9.66
利润总额（亿元）	4.31	6.68	6.96	0.71
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	5.40	10.09	11.89	0.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.51	1.91	1.92	--
存货周转次数（次）	1.27	1.70	1.68	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.42	0.40	--
现金收入比（%）	107.53	115.83	110.14	110.00
营业利润率（%）	21.22	20.42	21.48	18.63
总资本收益率（%）	2.84	4.35	4.04	--
净资产收益率（%）	4.20	6.45	6.16	--
长期债务资本化比率（%）	20.34	13.55	22.95	100.00
全部债务资本化比率（%）	32.46	32.49	34.41	100.00
资产负债率（%）	43.49	42.34	44.13	43.10
流动比率（%）	210.30	182.21	216.72	300.13
速动比率（%）	143.81	119.48	153.89	195.61
经营现金流动负债比（%）	14.29	22.77	29.53	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.40	0.79	1.65
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全部债务核算；2. 母公司 2021 年一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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。