

信用等级公告

联合〔2020〕1224号

联合资信评估有限公司通过对邢台路桥建设总公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据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年度第一期中期票据信用等级为AA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二日



邢台路桥建设总公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5.00 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年计息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 6 月 2 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	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	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。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了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，资金运营需求大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务结构影响程度一般。公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可，经营性现金流入量对本期中期票据保障能力强。

近年来，河北地区公路等基础设施建设的快速发展有利于扩大公司现有业务规模。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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司外部发展环境良好。近年来，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。
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，区域市场竞争力较强。

关注

1. 公司项目未来投资压力大。近年来，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 3 月底，公司重大在建投资类项目总投资 104.87 亿元，尚需投资 37.32 亿元，未来投资压力大。
2. 公司资产结构导致其流动性受到一定影响。公司应收账款

分析师：竺文彬 李思卓
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

款、存货及无形资产占比较高，对资产流动性产生一定影响，截至2020年3月底，上述科目分别占比16.50%、15.22%和11.60%。

3. **2019年公司新签合同额大幅下降。**2019年，公司新签合同额65.13亿元，较2018年的147.99亿元大幅下降。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.17	16.16	21.68	17.40
资产总额(亿元)	122.02	142.32	184.04	189.05
所有者权益(亿元)	72.23	77.69	82.63	82.80
短期债务(亿元)	8.39	18.82	19.02	18.47
长期债务(亿元)	32.76	30.69	59.45	67.46
全部债务(亿元)	41.15	49.51	78.47	85.93
营业收入(亿元)	39.07	40.33	40.24	4.34
利润总额(亿元)	3.31	3.55	2.62	0.09
EBITDA(亿元)	6.94	7.71	7.31	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.39	0.06	0.04
营业利润率(%)	23.27	19.66	20.17	21.07
净资产收益率(%)	3.22	3.10	2.73	--
资产负债率(%)	40.81	45.42	55.11	56.20
全部债务资本化比率(%)	36.29	38.93	48.71	50.92
流动比率(%)	476.34	269.65	265.84	291.79
现金短期债务比(倍)	1.45	0.86	1.14	0.74
经营现金流动负债比(%)	2.17	1.18	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	3.35	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.42	10.73	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	113.12	130.63	136.86	134.70
所有者权益(亿元)	70.72	73.82	78.91	79.21
全部债务(亿元)	38.22	41.56	29.76	28.91
营业收入(亿元)	33.64	39.34	56.71	5.17
利润总额(亿元)	2.46	4.31	6.68	0.37
资产负债率(%)	37.48	43.49	42.34	41.19
全部债务资本化比率(%)	35.09	36.02	27.38	26.74
流动比率(%)	502.08	210.30	182.21	181.68
经营现金流动负债比(%)	0.57	14.29	22.77	--

注：公司2020年一季度数据未经审计

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	2019/7/19	张龙景 马晓驭	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016年）	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。

邢台路桥建设总公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

邢台路桥建设总公司（以下简称“公司”）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。公司原名“河北省冀南路桥建设总公司”，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 3 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。

公司经营范围包括：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；七里河污水处理；河道治理；铁路路基工程施工、汽车公路运输、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租赁；市政道路工程建筑施工；水源及供水设施工程建筑施工；河湖整治及防洪设施工程建筑施工；房屋建筑工程施工；管道工程建筑施工；管道和设备安装；土石方工程服务；公路养护服务；城市照明工程服务；产品特征、特性检验服务；工程管理服务；环保工程服务；工程地质、工程水文勘察服务；房屋建筑、公路工程、市政工程设计服务；交通运输工程技术开发；林木育苗；花卉及其他园艺作物种植与销售；物业服务；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；公路工程建筑施工；地下综合管廊工程施工；园林绿化工程施工；市政设施管理；土地整治服务（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 2020 年 3 月底，公司本部内设工程管理部、监察审计部、科技部、市场开发部、物资设备部等 10 个职能部门；公司合并范围共 30 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 3 月底，公司资产总额 189.05 亿元，所有者权益 82.80 亿元（其中少数股东权益 6.41 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.34 亿元，利润总额 0.09 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、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册中期票据 10.00 亿元，本次拟发行 2020 年度第一期中期票据 5.00 亿元，期限 3 年，固定利率，每年付息一次，到期一次还本。募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是我国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. 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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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：国家统计局，wind，联合资信整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上

涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1-3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为

市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前

例的新冠肺炎疫情对我国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对我国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流

动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于我国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

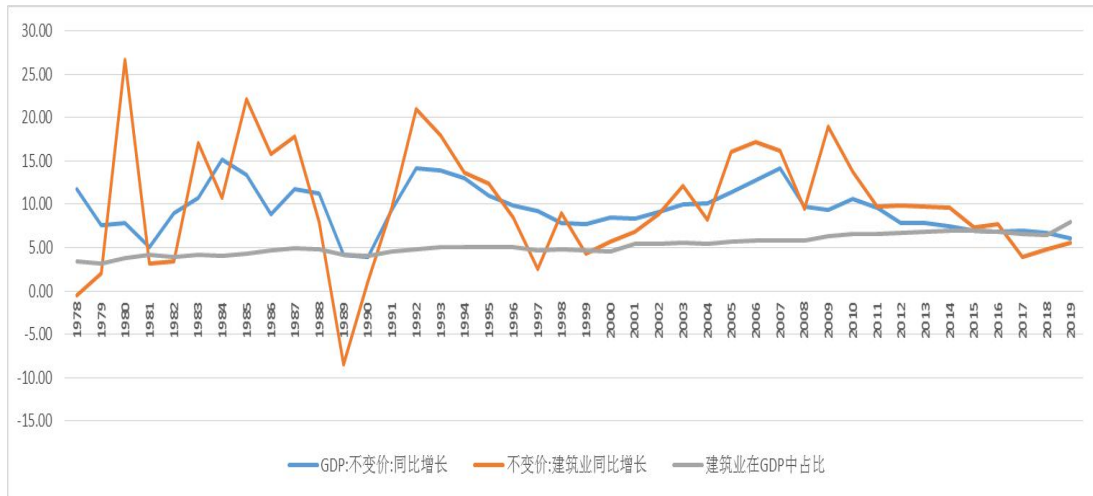
四、行业及区域经济环境

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”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



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9.00%，铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来，促进基础设施投资建设政策频出，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。

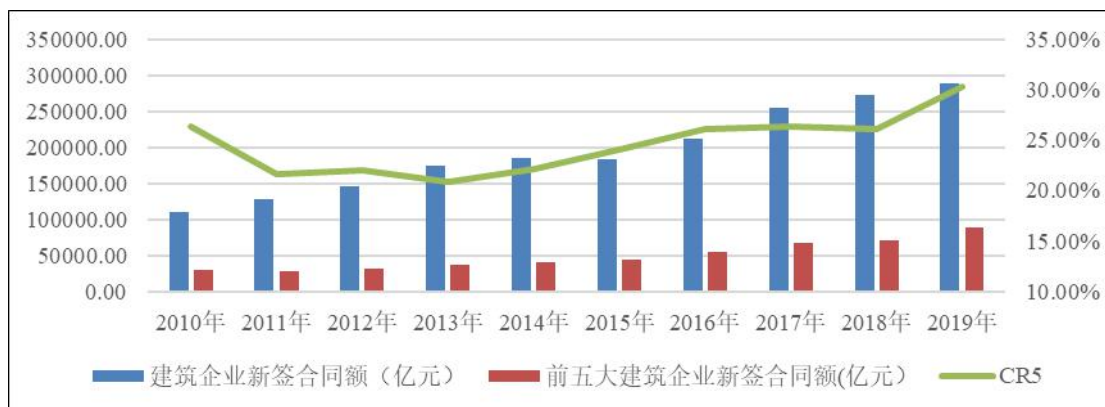
从需求端来看，2016—2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

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—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

近年来，河北省经济规模持续增长，省内高速公路建设投资规模较大，为公司创造良好的外部环境。

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，全省人均生产总值4.63万元，比上年增长6.20%。

2019年，河北省固定资产投资增长5.80%。其中，第一产业投资比上年下降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%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3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
装配式钢箱组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
一种拼装式波形钢腹板箱梁底板箱	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
组装式钢混拱形桥 T 梁板	2016 年 8 月

资料来源：公司提供

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 5 月 8 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，系 2012 年之前产生。公司过往履约情况良好。

截至 2020 年 5 月 18 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

4. 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；现任公司总经理、法定代表人。

石晨英女士，51 岁，中共党员，本科学历，正高级工程师；曾任邢台市公路工程二处实验室主任项目经理，公司工程二处副处长，公司副总经理；现任公司党委书记。

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；现任公司总会计师。

截至 2020 年 3 月底，公司员工总数 2587 人。从学历构成看，本科及以上学历人员占 76.50%、大专及以下学历占 23.50%；从年龄结构看，30 岁以下占 18.28%、30~50 岁占 71.78%、50 岁以上占 9.93%；从岗位构成来看，经营管理人员占 41.94%、生产操作人员占 45.77%、工程技术人员占 5.80%。

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。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，由职工代表大会选出。

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

近年来，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。近三年，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。

近三年，由于原材料成本上涨导致公司毛利率波动中有所下降，公司毛利率分别为 23.70%、19.85%和 20.66%，整体看，公司毛利率处于行业

较高水平。

2020年1—3月，公司实现营业收入4.34亿

元，较上年同期减少25.89%，主要系受疫情影响，施工进度减缓所致，毛利率为22.00%。

表3 2017—2019年及2020年1—3月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年		2018年		2019年		2020年1—3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	4.27	20.96
其他业务	0.24	26.79	0.44	86.06	0.36	85.08	0.95	86.53
合计	39.07	23.70	40.33	19.85	40.24	20.66	4.34	22.00

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

（1）工程施工业务

近年来，工程施工业务收入波动中小幅增长，其中，2018年，河北省内PPP项目的新签合同额大幅增长带动公司新签施工合同额增加；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，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。2017—2019年，公司新签合同额波动较大，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地方政府投资项目减少、招投标市场竞争激烈等因素影响。

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较大，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—3月，河北省内的新签合同额为2.50亿元，河北省外的新签合同额为8.32亿元。

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 近年来公司新签合同情况（单位：亿元）

区域分布	项目类型	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
河北省内	施工招标	19.93	32.30	17.94	2.50
	PPP	6.89	72.04	7.28	--
	小计	26.82	104.34	25.22	2.50
河北省外	施工招标	42.83	16.62	11.23	8.32
	PPP	43.17	27.03	28.68	--
	小计	86.00	43.65	39.91	8.32
合计		112.82	147.99	65.13	10.82

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，公司采购成本有所上升。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 3 月底,公司重大在建项目包括传统施工总承包模式下的环城公路前期施工、连霍高速(G30)改扩建工程第 WKGJ-2 标段等;BOT 模式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合同金额(包括重大在建 PPP 项目)为 141.23 亿元,截至 2020 年 3 月底完成额 83.33 亿元,累计收到回款 71.60 亿元,后续投资额为 58.10 亿元,未来在建项目资金支出压力较大,公司存在较大的融资需求。公司重大在建项目情况如下表所示:

表 6 截至 2020 年 3 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
环城公路前期施工指挥部	邢台市公路工程管理处	15.11	15.11	2017.5—2020.6	--	8.26
连霍高速(G30)改扩建工程第 WKGJ-2 标段	新疆维吾尔自治区交通运输建设管理局	8.39	8.23	2016.9—2019.11	0.16	7.54
国道 G340 邢台段绕城改建工程项目经理部	邢台市公路工程管理处	5.26	1.73	2018.12—2020.8	3.53	1.60
S38 线王夏高速公路 WXSG-5 标项目经理部	甘肃省交通建设集团有限责任公司	4.87	2.63	2018.11—2021.5	2.24	2.63
仁寿至屏山新市公路 LJ8 标段项目经理部	四川仁沐高速有限责任公司	4.22	4.22	2017.2—2020.3	--	4.22
邢台市东环城水系建设工程(七里河-泉北大街段)项目	邢台路洋建设工程有限公司	4.01	2.35	2019.1—2019.11	1.66	1.82
2017 年乌鲁木齐旅游公路暨农村公路建设项目“建管养承包”	乌鲁木齐市城市交通投资有限责任公司	3.45	2.96	2017.7—2020.6	0.49	2.16
G308 北段改建工程二合同	邢台市公路工程管理处	3.70	3.28	2015.10—2020.4	0.42	2.86
传统总承包模式小计		49.01	40.51	--	8.50	31.09
迁曹高速公路项目	河北迁曹高速公路有限公司	30.46	18.18	2017.12—2019.12	12.28	18.18
BOT 模式项目小计		30.46	18.18	---	12.28	18.18

合计	79.47	58.69	--	20.78	49.27
----	-------	-------	----	-------	-------

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

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有限公司，公司签约施工总承包金额为 30.46 亿元，截至 2020

年 3 月底已完成施工 18.18 亿元，已全额收到回款，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 12.28 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，移交给项目业主河北迁曹高速公路有限公司运营管理，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，公司持有河北迁曹高速公路有限公司的股权为 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 3 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	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经理部	河北首都新机场高速公路开发有限公司	42.35	51.59	16.25	10.29	2019.1—2019.12	5.96	10.29
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	0.70	2019.1—2021.1	9.55	0.45
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	3.88	2018.1—2020.1	5.38	3.44
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	2.23	2018.8—2021.8	5.39	1.45
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	2.55	2018.4—2020.4	4.14	1.96
枣强县教育园区综合管廊(一期)和道路基础设施	枣强县振德建设管理有限公司	7.69	90.00	6.04	0.64	2019.4—2021.4	5.40	0.59
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	4.15	2018.1—2020.1	1.50	4.15
合计		104.87	--	61.76	24.44	--	37.32	22.33

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 3 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3月底,公司共有2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,公司资金管理水平面临一定挑战。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15年,2019年实现收入848.00万元;(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,2019年实现收入2536.95万元,公司目前运营期PPP项目投资额均全额回款,未发生回款滞后情况。

(2) 其他业务

公司其他业务包括公路材料、钢箱梁销售等,业务规模较小,对公司整体收入规模影响不大。

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,近年来,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

公司分别提供了2017—2019年财务报告,中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2020年一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—3月,公司新设立子公司2家。截至2020年3月底,公司合并范围内子公司30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强。

2. 资产质量

近年来,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。

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%,主要系在建工程增长所致。其中,流动资产99.31亿元,占比53.96%,公司资产以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	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	11.35	20.84	11.32	16.06	8.50
应收账款	23.64	19.37	29.74	20.90	30.89	16.78	31.19	16.50
其他应收款	16.21	13.29	13.82	9.71	11.69	6.35	13.13	6.95
存货	24.82	20.34	25.16	17.68	28.45	15.46	28.78	15.22
流动资产	80.28	65.79	89.56	62.93	99.31	53.96	99.79	52.78
长期股权投资	3.83	3.14	5.48	3.85	5.22	2.84	5.22	2.76
投资性房地产	8.10	6.64	8.11	5.70	8.14	4.42	8.14	4.31
在建工程	4.03	3.30	14.57	10.24	43.80	23.80	47.44	25.09
无形资产	21.91	52.50	21.01	14.76	21.99	11.95	21.93	11.60

非流动资产	41.74	34.21	52.76	37.07	84.73	46.04	89.26	47.22
资产总额	122.02	100.00	142.32	100.00	184.04	100.00	189.05	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度报表整理

2017—2019年，公司流动资产不断增长，年均复合增长11.22%。主要来自应收账款和存货的增长。截至2019年底，公司流动资产99.31亿元，较上年底增长10.89%。从构成来看，公司流动资产主要由应收类款项、货币资金和存货构成。

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591.39万元，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	0~2年	37.65
河北迁曹高速公路开发有限公司	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	0~2年	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，占比23.88%，2

年以上0.88亿元，占比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，占比47.25%、质保金3.18亿元，占比26.55%、保证金1.92亿元，占比16.04%、备用金1.22亿元，占比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	0~3年	17.06
西藏自治区交通运输厅	0.78	0~2年	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，公司存货有所增长，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（占比56.00%）构成，其余为库存商品（占比32.61%）和原材料（占比11.26%）。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；从构成看，公司非流动资产主要由在建工程 and 无形资产等构成。

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项目公司河北迁曹高速公路开发有限公司和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%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 8.14 亿元，较上年底增长 0.39%，系公允价值变动所致。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%，主要系公司并表 PPP 项目投入所致，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 3 月底，公司资产总额 189.05 亿元，较上年底增长 2.72%，主要系在建工程增长所致。公司资产结构保持相对稳定，仍以流动资产为主。截至 2020 年 3 月底，公司在建工程 47.44 亿元，较上年底增长 8.32%。同期，公司受限资产 8.77 亿元，其中货币资金受限 2.97 亿元，投资性房地产受限 5.80 亿元。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模变化较小，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。公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润和资本公积构成，权益稳定性较好。

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 3 月底，公司所有者权益 82.80 亿元，较上年底增长 0.22%，较上年底变化不大。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	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	51.48	42.54	51.38
资本公积	10.64	14.73	10.64	13.69	10.64	12.88	10.64	12.85
未分配利润	16.68	23.09	18.77	24.16	20.53	24.85	20.62	24.90
少数股东权益	0.58	0.80	3.63	4.67	6.32	7.65	6.41	7.74
所有者权益合计	72.23	100.00	77.69	100.00	82.63	100.00	82.80	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度报表整理

公司负债结构有所变化，债务规模呈快速增长趋势，目前整体债务负担一般。

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%，主要系长期借款增长所致。其中流动负债占 36.84%、非流动负债占 63.16%，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		2018年		2019年		2020年3月	
	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	6.39	6.01
应付账款	3.67	7.37	4.30	6.65	3.51	3.46	3.40	3.20
其他应付款	2.18	4.38	4.93	7.63	2.30	2.27	3.35	3.15
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	7.36	11.39	9.42	9.29	9.31	8.76
其他流动负债	0.00	0.00	2.00	3.09	7.99	7.88	4.99	4.70
流动负债	16.85	33.84	33.21	51.38	37.36	36.84	34.20	32.19
长期借款	7.96	15.98	13.80	21.35	48.49	47.81	56.49	53.17
应付债券	24.80	49.81	16.89	26.13	10.96	10.81	10.97	10.32
非流动负债	32.94	66.15	31.42	48.61	64.06	63.16	72.05	67.81
负债总额	49.79	100.00	64.64	100.00	101.42	100.00	106.25	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2020年一季度报表整理

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。公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他流动负债构成。

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幅度较大,年均复合增长2.58%。截至2019年底,公司其他应付款2.30亿元,较上年底下降53.45%,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4.96亿元,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,系有息债务,应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。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

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	面值	起息日	期限	账面余额
16邢台路桥MTN001	10.00	2016.2.04	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	2018.5.24	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，系有息债务，应调整至长期债务进行核算。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长38.09%，截至2019年底，公司全部债务78.47亿元。将其其他流动负债中有息债务调整至短期债务核算，长期应付款调整至长期债务进行核算，截至2019年底，公司调整后全部债务87.31亿元，其中调整后短期债务27.01亿元，占比30.94%；调整后长期债务60.30亿元，占比69.06%。2017—2019年，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率逐渐增长，调整后长期债务资本化比率波动中有所增长，截至2019年底，上述指标分别为55.11%、51.38%和42.19%。公司债务负担呈上升趋势。

截至2020年3月底，公司负债总额106.25亿元，较上年底增长4.76%，主要系长期借款增长所致。公司长期借款56.49亿元，较上年底增长16.50%，主要系PPP项目贷款增长所致。有息债务方面，公司调整后全部债务91.75亿元，其中调整后短期债务23.46亿元，占比25.57%，调整后长期债务68.29亿元，占比74.43%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均有所上升，分别为56.20%、52.56%和45.20%，公司债务负担有所增长。公司未来有息债务期限分布情况如下表所示。公司未来一年内将面临一定集中偿付压力。

表14 截至2020年3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	23.46	12.64	0.00	55.65

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近三年，公司收入规模波动中有所增长，公司利润规模有所波动，公司对期间费用控制能力一般，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降低，分别为23.27%、19.66%和20.17%。

期间费用来看，2017—2019年，公司期间费用有所波动，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，公司期间费用率分别为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2.39亿元。

盈利指标方面，2017—2019年，调整后总资产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。

2020年1—3月，公司实现营业收入4.34亿元，同比减少25.89%；利润总额910.42万元，同比减少83.04%。主要系受疫情影响，工期缓慢所致。

5. 现金流分析

近三年，公司收现质量较好，经营活动现金流量净额持续少量净流入，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—3 月，公司经营活动现金净流入 418.78 万元；投资活动现金净流出 3.65 亿元；筹资活动现金净流出 1.08 亿元，主要以偿还债务支付的现金为主。

6. 偿债能力

公司面临一定短期偿债压力，长期偿债能力较好。公司间接融资渠道畅通。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。

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降低，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，为同期调整后短期债务的 0.69 倍，覆盖能力一般。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 291.79%和 207.64%，同期公司现金短期债务比为 0.74 倍，公司面临一定短期偿债压力。

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，调整后全部债务/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 3 月底，公司无对外担保。同期，公司合并口径共获得银行授信 316.53 亿元，其中尚未使用额度 234.82 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务情况

母公司资产和负债占合并口径的比例较大，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%，占比较高。

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%，占比很高。

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%，占比尚可。母公司全部债务 29.76 亿元，其中短期债务 17.61 亿元，长期债务 12.15 亿元，母公司有息债务以短期债务为主，全部债务资本化比率 27.38%，债务负担情况尚可，现金短期债务比 0.58 倍，母公司面临一定短期偿债压力。

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，若 PPP 项目公司为并表子公司，则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%、4.45%和 4.68%，母公司盈利能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额为 134.70 亿元，所有者权益为 79.21 亿元，负债总额 55.49 亿元，2020 年 1—3 月，母公司实现营

业收入 5.17 亿元，利润总额 0.37 亿元。

整体看，母公司作为公司施工项目的主要经营主体，对收入和利润的贡献很大。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行金额 5.00 亿元，相当于 2019 年底公司调整后长期债务和调整后的全部债务规模的 8.29% 和 5.73%，对公司现有债务结构造成影响一般。

以公司 2019 年底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至 56.29%、44.14% 和 52.77%，公司债务负担有所加重。考虑到公司本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，公司实际债务指标将小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 1.39 倍、1.54 倍和 1.46 倍；经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行金额的 8.66 倍、8.52 倍和 9.96 倍；经营活动现金净流量分别为本期中期票据发行金额的 0.07 倍、0.08 倍和 0.01 倍。总体看，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力尚可，经营性现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

十、结论

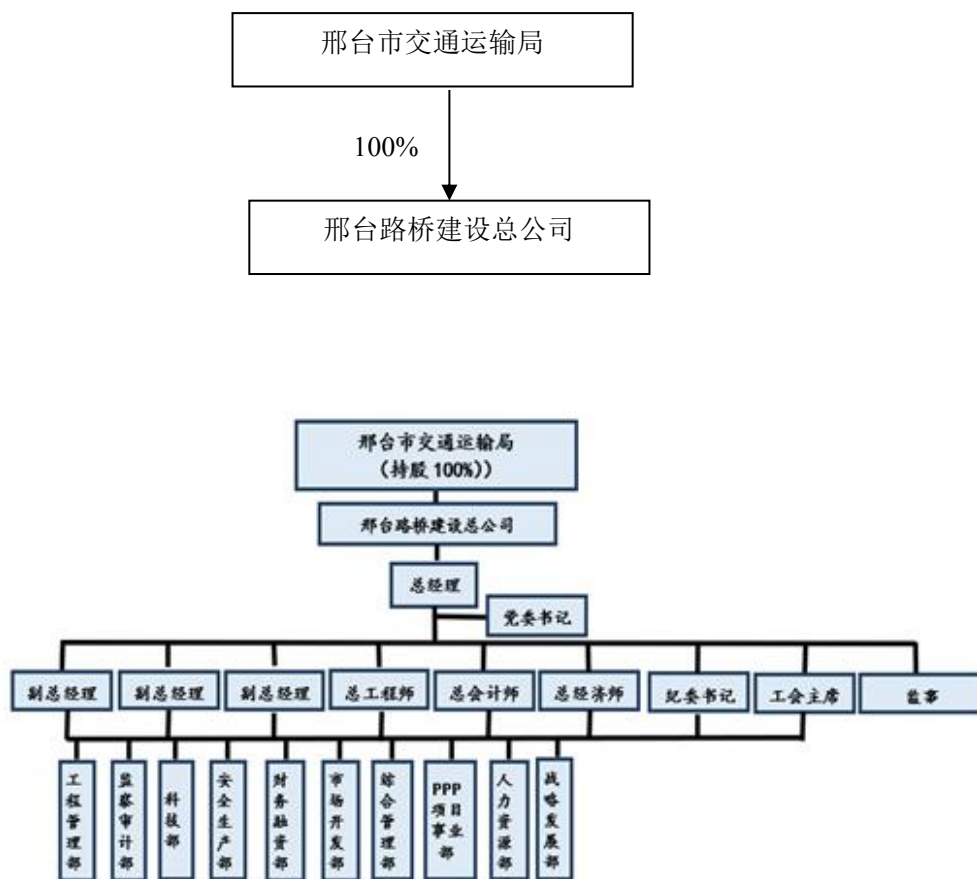
公司作为河北省传统大型道路施工企业，在专业资质、施工经验及技术研发等方面具备较强的竞争优势。伴随京津冀一体化不断推进，河北省固定资产投资持续增长，公司未来业务拓展空间较大，公司项目储备较充足，未来经营有望稳步发展。

近三年，公司业务经营稳定，项目储备较为充足，债务负担一般。同时，联合资信也关注到公司应收款项、存货以及无形资产占比较高、盈利能力一般、施工项目对公司运营资金储备要求

较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据对公司现有债务结构造成一定影响，公司经营性现金流入量对本期中期票据的保障能力强。总体看，公司主体偿债能力很强，本期中期票据到期不能偿还本息的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2020 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	巨鹿县远行建筑工程有限公司	100.00	200.00
13	安阳市鼎易工程管理有限公司	90.00	29481.48
14	内蒙古燕赵交通建设管理有限公司	99.00	17000.00
15	宁津县德通公路工程有限公司	90.00	7856.36
16	邯郸瀛信工程项目管理有限公司	66.92	18140.37
17	晋州市振达交通建设管理有限公司	99.00	10397.41
18	云南燕盈公路建设有限公司	80.00	1000.00
19	河北道庆新型建材科技有限公司	100.00	1000.00
20	南宫市通达公路工程有限公司	90.00	6038.03
21	黄骅市旭航公路工程有限公司	94.90	10723.03
22	镇平县环通工程管理有限公司	90.00	16000.00
23	枣强县振德建设管理有限公司	90.00	15911.88
24	河北首都新机场高速公路开发有限公司	51.59	86000.00
25	邢台市宏信昌公路材料有限公司	100.00	1600.00
26	阜城华禹工程项目管理有限公司	100.00	7573.30
27	镇平县平通工程管理有限公司	90.00	5746.01
28	金华邢通工程管理有限公司	70.00	6887.00
29	巨鹿县锦建工程管理有限公司	90.00	6986.07
30	山东汶化工程管理有限公司	90.00	10000.00

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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.17	16.16	21.68	17.40
资产总额(亿元)	122.02	142.32	184.04	189.05
所有者权益(亿元)	72.23	77.69	82.63	82.80
短期债务(亿元)	8.39	18.82	19.02	18.47
调整后短期债务(亿元)	8.39	20.82	27.01	23.46
长期债务(亿元)	32.76	30.69	59.45	67.46
调整后长期债务(亿元)	32.76	30.94	60.30	68.29
全部债务(亿元)	41.15	49.51	78.47	85.93
调整后全部债务(亿元)	41.15	51.76	87.31	91.75
营业收入(亿元)	39.07	40.33	40.24	4.34
利润总额(亿元)	3.31	3.55	2.62	0.09
EBITDA(亿元)	6.94	7.71	7.31	--
经营性净现金流(亿元)	0.37	0.39	0.06	0.04
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	109.26
营业利润率(%)	23.27	19.66	20.17	21.07
总资本收益率(%)	3.29	3.38	2.76	--
调整后总资本收益率(%)	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	28.32	41.84	44.89
调整后长期债务资本化比率(%)	31.20	28.48	42.19	45.20
全部债务资本化比率(%)	36.29	38.93	48.71	50.92
调整后全部债务资本化比率(%)	36.29	39.99	51.38	52.56
资产负债率(%)	40.81	45.42	55.11	56.20
流动比率(%)	476.34	269.65	265.84	291.79
速动比率(%)	329.06	193.90	189.69	207.64
经营现金流动负债比(%)	2.17	1.18	0.15	--
现金短期债务比(倍)	1.45	0.86	1.14	0.74
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	3.35	2.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.42	10.73	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.93	6.72	11.94	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；2020 年一季度报未经审计

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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.34	11.46	10.21	7.13
资产总额(亿元)	113.12	130.63	136.86	134.70
所有者权益(亿元)	70.72	73.82	78.91	79.21
短期债务(亿元)	7.21	19.09	17.61	16.76
长期债务(亿元)	27.99	18.85	12.15	12.16
全部债务(亿元)	35.20	37.94	29.76	28.91
营业收入(亿元)	33.64	39.34	56.71	5.17
利润总额(亿元)	2.46	4.31	6.68	0.37
EBITDA(亿元)	2.46	4.31	6.68	--
经营性净现金流(亿元)	0.08	5.40	10.09	5.84
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	112.90
营业利润率(%)	23.26	21.22	20.42	20.56
总资本收益率(%)	1.58	2.78	4.68	--
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	13.34	13.31
全部债务资本化比率(%)	33.23	33.95	27.38	26.74
资产负债率(%)	37.48	43.49	42.34	41.19
流动比率(%)	502.08	210.30	182.21	181.68
速动比率(%)	335.17	143.81	119.48	114.61
经营现金流动负债比(%)	0.57	14.29	22.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.05	1.79	2.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.33	8.79	4.45	--

注：EBITDA 利息倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金；2020 年一季度财报未经审计

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 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 5-3 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 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

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。

联合资信将指派专人及时与邢台路桥建设总公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。