信用评级公告

联合〔2021〕2794 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“20 邢台路桥 CP001”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 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

二〇二一年四月二十六日

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
2020 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
邢台路桥建设总公司	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 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期的短期融资券

评级时间：2021 年 4 月 26 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	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。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，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“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，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 152.33 亿元，尚需投资 74.91 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 2020 年 9 月底，公司债务总额为 116.20 亿元，较 2019 年底增长 33.09%，全部债务资本化比率 57.68%。

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	30.95	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	0.78	0.80	1.11
经营现金流动负债比（%）	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	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
资产负债率（%）	37.48	43.49	42.34	44.44
全部债务资本化比率（%）	33.23	32.46	32.49	34.95
流动比率（%）	502.08	210.30	182.21	185.36
经营现金流动负债比（%）	0.57	14.29	22.77	--

注：1. 已将公司及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. 2020 年前三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用级别	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	2020/11/16	张蔚 崔莹	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
2020 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

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“20 邢台路桥 CP001”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、股权结构均未发生变化。截至报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 42.54 亿元，邢台市国有资产监督管理委员会（以下简称“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。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》，公司实质控制人由邢台市交通运输局变更为邢台市国资委。

截至 2020 年 9 月底，公司经营范围、组织结构未发生变化；合并范围内子公司 33 家。

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。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于2020年10月28日发行“20邢台路桥CP001”，规模5.00亿元，期限1年。截至评级报告出具日，“20邢台路桥CP001”尚需偿还余额5.00亿元。跟踪期内，上述债券募集资金已全部用于偿还有息债务。

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 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. 宏观经济运行

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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；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，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6. 80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3. 20%、4. 90%和 6. 50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2. 30%，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。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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、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，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 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 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显

著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高

的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

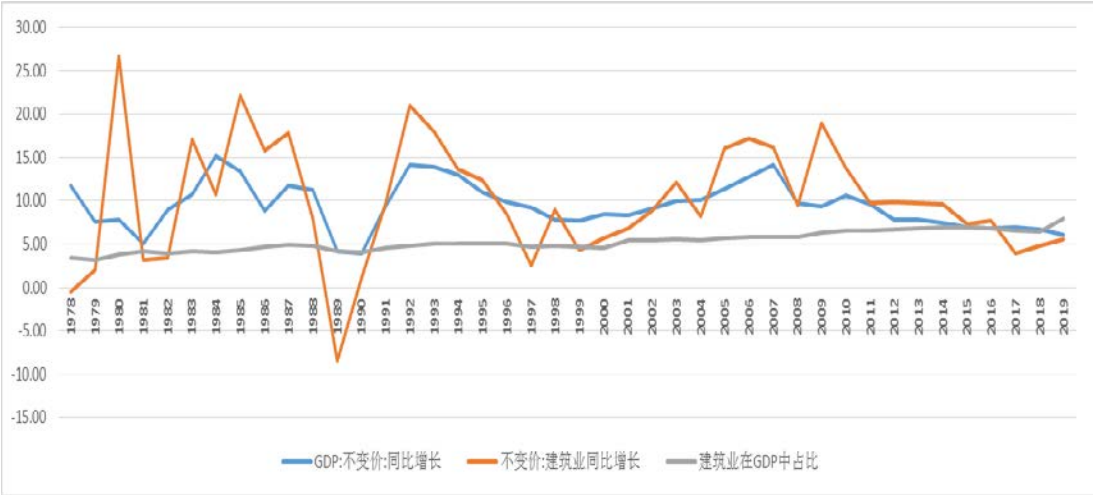
五、行业及区域经济环境

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

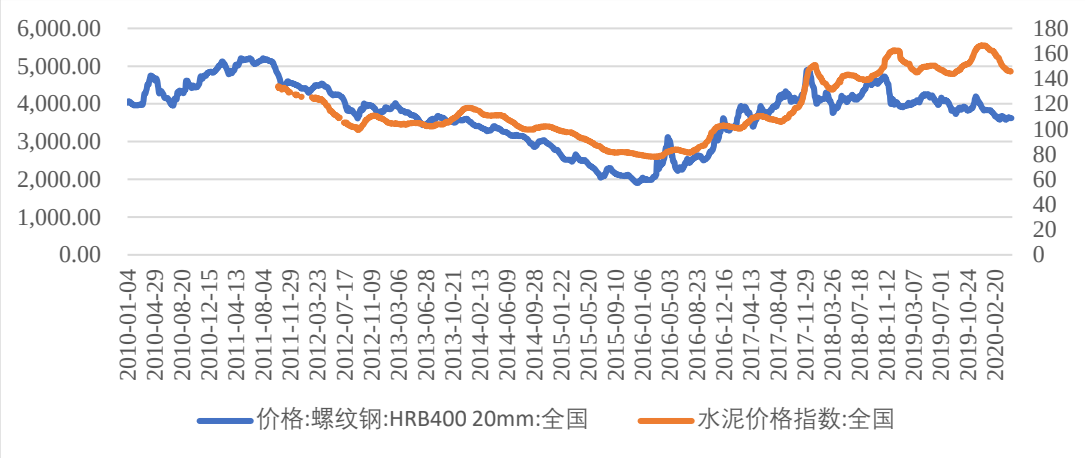
（2）上游原材料供给及下游需求

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的“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。受新型冠状肺炎疫情（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

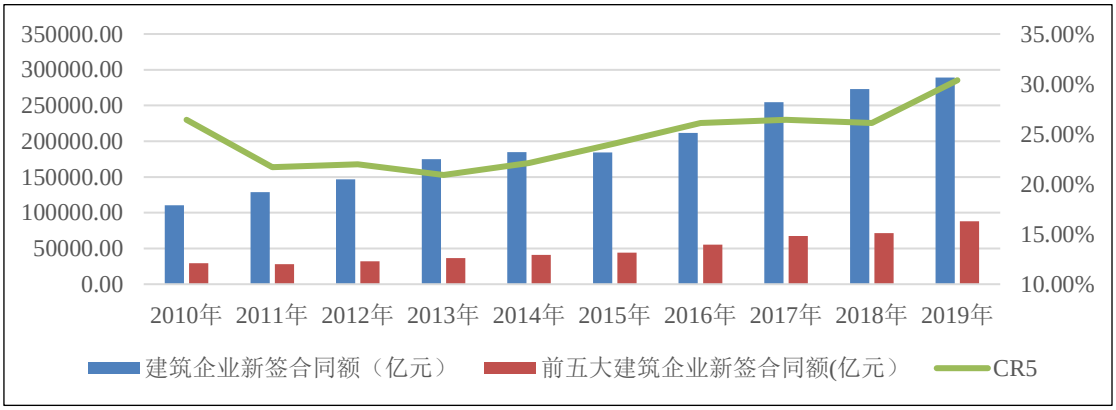
2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

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

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%。三次产业比例由上年的 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%。

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，过往履约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，实质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 4 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 2021 年 4 月 26 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下降，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。2019 年，公司营业收入分别 40.24 亿元，其中工程施工收入占营业收入比重 99.11%；毛利率 20.66%，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　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	2018 年		2019 年		2020 年 1－9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	39.89	19.13	39.88	20.08	28.31	20.53
其他业务	0.44	86.06	0.36	85.08	0.35	44.66
合计	**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

跟踪期内，公司建筑施工新签合同额有所增加，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。

2019 年及 2020 年 1－9 月，公司新签合同分别为 65.13 亿元和 69.80 亿元，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。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，2019 年及 2020 年 1－9 月，公司在河北省内的新签合同额分别为 25.22 亿元和 41.17 亿元（2020 年 1－9 月均为总承包项目），河北省外的新签合同额分别为 39.91 亿元和 28.63 亿元（其中总承包项目 18.82 亿元、PPP 项目 9.81 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 1－9 月
河北省内	施工总承包	17.94	41.17
	PPP	7.28	0.00
	小计	**25.22**	**41.17**
河北省外	施工总承包	11.23	18.82
	PPP	28.68	9.81
	小计	**39.91**	**28.63**
合计		**65.13**	**69.80**

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、镇平县城市客运交通系统综合体建设工程项目等；重大项目施工合同金额（包括重大在建 PPP 项目）为 152.33 亿元，已完成额 86.09 亿元，累计收到回款 75.81 亿元，后续投资额为 74.91 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 5 截至 2020 年 9 月底公司重大在建总承包和 BOT 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建设管理公司	6.19	*	2020.07－2023.04	6.19	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 邢台段绕城改建工程项目	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	4.02	3.95	2019.01－2020.02	1.15	1.98
邢台市东环城水系建设工程（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		**41.93**	**20.72**	--	**22.31**	**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		**72.39**	**49.62**	--	**23.87**	**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

表 6　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	0.83	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**	--	**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，总投资 5.43 亿元，公司持股比例为 25.00%，公司签约施工总承包金额为 4.22 亿元，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”）。已完工决算的 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 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．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 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，截至 2020 年 9 月底，公司合并范围内子公司 33 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。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

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。

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 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.84	11.32	28.91	13.21
应收账款	30.89	16.78	26.10	11.92
其他应收款	11.69	6.35	9.57	4.37
存货	28.45	15.46	29.78	13.60
流动资产	**99.31**	**53.96**	**102.94**	**47.02**
长期股权投资	5.22	2.84	6.80	3.11
投资性房地产	8.14	4.42	8.14	3.72
在建工程	43.80	23.80	32.02	14.63
无形资产	21.99	11.95	62.22	28.42
非流动资产	**84.73**	**46.04**	**115.99**	**52.98**
资产总额	**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

2019 年底，公司流动资产 99.31 亿元，较上年底增长 10.89%。

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。

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 8 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

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 年以内其他应收款占 68.77%、1~2 年占 23.88%；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 9 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

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。

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。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（4.95 亿元）和 PPP 项目公司隆尧县致途交通建设有限公司（0.27 亿元）的股权投资，减少主要系权益法下确认的投资损益所致。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。

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。

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。

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。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。

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。截至 2019 年底，公司未分配利润 20.53 亿元，较上年底增长 9.33%；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。

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 10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	42.54	51.49	42.54	49.91
资本公积	10.64	12.87	10.64	12.48
未分配利润	20.53	24.84	21.92	25.71
少数股东权益	6.32	7.65	7.54	8.85
所有者权益合计	**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

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 11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.57	6.48	4.45	3.33
应付账款	3.51	3.46	3.85	2.88
其他应付款	2.96	2.92	4.34	3.25
一年内到期的非流动负债	9.42	9.29	20.16	15.08
其他流动负债	7.99	7.88	0.00	0.00
流动负债	**37.36**	**36.83**	**38.93**	**29.12**
长期借款	48.49	47.81	74.86	56.00
应付债券	10.96	10.80	14.43	10.80
非流动负债	**64.06**	**63.17**	**94.75**	**70.88**
负债总额	**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

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。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；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；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；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；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。

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。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）。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 12　截至 2019 年底公司应付债券明细

（单位：亿元、%）

债项简称	发行额度	账面余额	起息日	期限	票面利率
16 邢台路桥 MTN001	10.00	9.96	2016.02.04	5 年	4.93
17 邢台路桥 PPN001	4.00	3.99	2017.10.17	3 年	6.40
18 邢台路桥 PPN001	1.00	1.00	2018.05.24	3 年	7.30
合计	**15.00**	**14.95**	--	--	--

资料来源：公司审计报告及公开资料

有息债务方面，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%），占比较上年底下降 9.28 个百分点，长期债务 60.30 亿元（占 69.06%）。截至 2019 年底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年有所上升，分别为 55.11%、51.38%和 42.19%。

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13所示。

表13 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

跟踪期内，公司收入规模同比小幅下降，整体盈利能力一般。

2019年，公司营业收入40.24亿元，营业成本31.93亿元，同比均略有下降；营业利润率20.17%。

期间费用来看，2019年，公司期间费用小幅增加至5.75亿元，主要由管理费用和财务费用构成；期间费用占营业收入的比重上升至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。2019年，公司利润总额为2.62亿元。

盈利指标方面，2019年，总资本收益率及净资产收益率有所降低，分别为2.61%和2.73%，公司盈利能力一般。

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，营业利润率20.28%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收现质量较好，经营活动现金流量净流入规模小；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，2019年，公司经营活动现金流净额数额较小，为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。2019年，公司现金收入比为109.09%，公司收现质量较好。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流持续净流出且规模大幅增长，为-28.90亿元。同期，公司投资活动现金流入仅有取得投资收益现金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，2019年，公司筹资活动现金流量净额为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

跟踪期内，公司偿债能力指标均较强；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，2019年，公司流动比率和速动比率同比下降，分别为265.84%和189.69%。2019年，公司经营现金流动负债比为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，公司现金类资产18.61亿元，为同期短期债务的0.69倍。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。整体看，公司短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面，2019年，公司EBITDA为7.31亿元，全部债务/EBITDA为11.94倍，EBITDA利息倍数分别为2.05倍，公司长期偿债能力较好。

2020年9月底，公司无对外担保。

2020年9月底，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

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。

截至 2019 年底，母公司资产总额 136.86 亿元，较上年底增长 4.77%，其中流动资产 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本收益率分别为 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。

十、存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券余额20.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小。

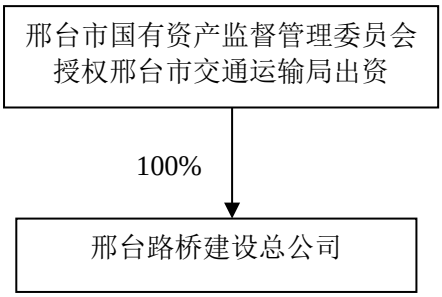
截至报告出具日，公司存续债券余额20.00亿元，其中中期票据5.00亿元，短期融资券5.00亿元，PPN10.00亿元，其中2021年集中兑付6.00亿元。2019年公司经营活动现金流入量对2021年到期兑付债券金额的保障倍数分别为8.30倍。2020年9月底公司现金类资产对2021年到期兑付债券金额的覆盖倍数为4.83倍。

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，维持“20邢台路桥CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

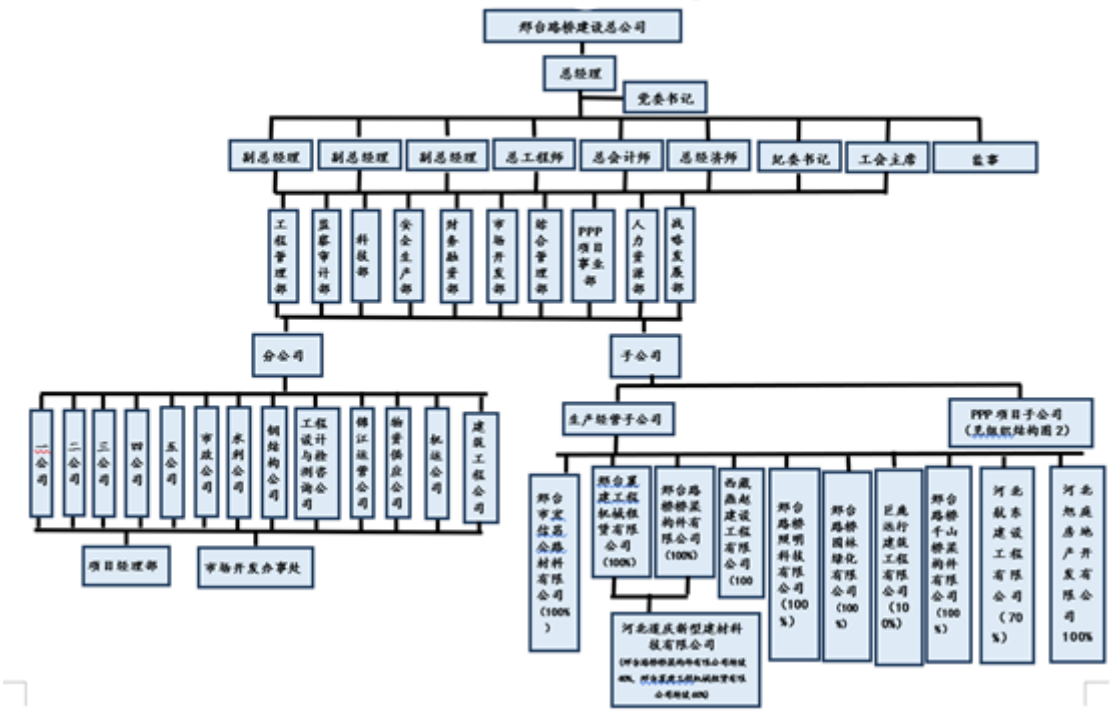
[1] 本报告已将母公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入全部债务核算。

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　2020 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 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
经营现金流动负债比（%）	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

附件 5-3　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