

信用等级公告

联合[2015] 1291 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 2016 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
2016 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一五年七月十七日

邢台路桥建设总公司

2016 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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次偿还本金

发行目的: 补充流动资金

评级时间: 2015 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	83.80	92.37	93.12	91.18
所有者权益(亿元)	55.90	58.86	62.74	63.06
长期债务(亿元)	9.88	9.09	7.13	8.69
全部债务(亿元)	11.17	11.03	11.05	12.63
营业收入(亿元)	29.93	33.30	47.55	3.58
利润总额(亿元)	2.67	3.99	5.22	0.43
EBITDA(亿元)	5.63	6.78	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	6.82	1.80	1.77	0.24
营业利润率(%)	26.89	29.95	24.14	35.85
净资产收益率(%)	3.59	5.03	6.18	--
资产负债率(%)	33.29	36.27	32.63	30.84
全部债务资本化比率(%)	16.65	15.78	14.98	16.69
流动比率(%)	242.33	219.71	241.41	280.07
全部债务/EBITDA(倍)	1.99	1.63	1.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	9.41	7.67	--
EBITDA/本期中期票据额度 (倍)	0.56	0.68	0.85	--

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

陈静 刘博

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

邢台路桥建设总公司(以下简称“公司”)是一家集公路、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作为河北地区全民所有制工程施工企业,其路桥建设领域资质较齐全且等级高,技术水准先进且拥有多项实用专利。近年来公司工程施工业务承揽规模、营业收入和利润总额均保持稳定增长。同时,联合资信也关注到近年来公司应收款项占流动资产比重较高、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。

中国从国家战略层面推动“京津冀一体化”将有利于河北地区的公路等基础设施建设的快速发展,亦有利于公司扩大现有业务规模。同时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按计划继续开发 BOT、PPP 市场。随着公司承接工程的增多,业务区域的扩展,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。

结合公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 中国“京津冀一体化”战略将有利于河北地区的公路等基础设施建设的快速发展,对公司现有业务经营提供良好的外部环境。
2. 公司作为河北省省内领先的道路施工企业,主业突出,具有较多施工资质,资质等级高,在建设施工方面具有丰富的经验,同时公司具有较强的技术研发能力,具有

多项实用性专利。

3. 近年来公司承揽规模稳定增长，营业收入和营业利润呈快速增长趋势。

关注

1. 2014 年公司招投标类型新项目大量减少，公司转型以 BOT、PPP 模式为主，这两种项目具有前期投资大的特点，对公司运营资金储备要求较高。
2. 公司应收款项占流动性资产比重较高，需关注回款情况。
3. 本期发债额度大，公司经营性现金流量对本期中期票据的覆盖能力一般。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与邢台路桥建设总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与邢台路桥建设总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因邢台路桥建设总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由邢台路桥建设总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、邢台路桥建设总公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

邢台路桥建设总公司是在 1993 年由邢台市人民政府批准设立的全民所有制企业，并授权邢台市交通运输局管理。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 42.54 亿元。

公司经营范围：公路、桥梁、隧道、机场、码头工程承建及开发经营，其中包括 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。同时公司兼营汽车公路运输、商品砼搅拌生产销售。

截至 2014 年底，公司内部下设综合办公室、审计科、科技科、人力资源科、计财科等 11 个职能部门；拥有一家全资子公司，即邢台路桥千山桥梁有限公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 93.12 亿元，所有者权益合计 62.74 亿元；2014 年公司实现营业收入 47.55 亿元，利润总额 5.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 91.18 亿元，所有者权益合计 63.06 亿元；2015 年 1~3 月实现营业收入 3.58 亿元，利润总额 0.43 亿元。

公司注册地址：邢台市建业南路 239 号；法定代表人：宋田兴。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年注册中期票据 10 亿元，本期发行额度 10 亿元，期限 5 年；本息偿还方式采取每年付息、到期一次还本。

本期中期票据 10 亿元将全部用于补充流动资金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持

平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的

货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

京津冀一体化政策方面，2015 年 4 月，中共中央政治局召开会议审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。会议指出，推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。随着规划纲要的出台，京津冀协调发展的顶层设计终于浮出水面，“协同发展”将成为今后一段时间京津冀区域经济的核心理念，为破解地区经济发展差距、公共资源配置不均衡、资源环境制约等难题提供“钥匙”。规划将明确区域整体定位及三省市定位以外，还将确定京津冀协同发展的近期、中期、远期目标。《规划》包括总纲、实施细则和具

体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则和产业一体化细则。从中长期发展来看，京津冀一体化成为提升内在经济驱动力的巨大动力和我国经济发展的新增长极，并贯穿下一个五年计划。

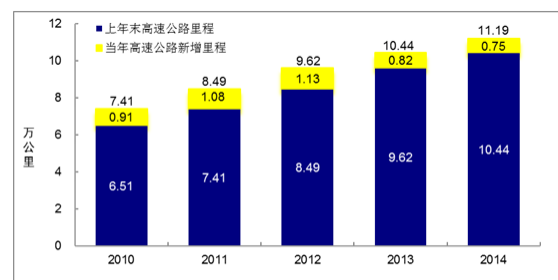
四、行业及区域经济环境

公司作为以高速公路工程施工为主营业务的企业，受到来自高速公路建设发展方面的影响。

1. 高速公路建设发展现状

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2014年底的11.19万公里。

图1 2010-2014 年全国高速里程



资料来源：交通运输部

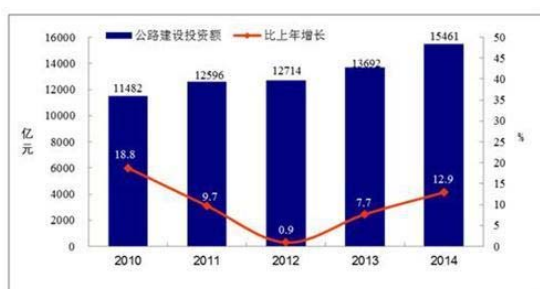
根据2014年交通运输行业发展统计公报显示全年完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完

成投资4611.82亿元，增长18.9%。截至2014年底，全国公路里程达到446.39万公里，比2013年增长10.77万公里。

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

图2 2010-2014年公路建设投资额及增长速度



资料来源：交通运输部

2. 高速公路建设发展前景

根据《交通运输“十二五”发展规划》“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到2015年底，高速公路通

车里程超过5000公里的省份将达到16个，3000-5000公里的将达9个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。

总体看，交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大，高速公路建设发展前景良好。

3. 建筑行业概况及关注

(1) 行业概况

建筑业是专门从事土木工程、房屋建设和设备安装以及工程勘察设计工作的生产部门，在整个经济的发展过程中处于产业链的中间环节，与宏观经济发展密切相关。2014年，中国建筑业增加值44725亿元，同比增长8.9%，建筑业在国民经济中的地位较为稳固。

建筑业发展与固定资产投资密切相关。2008年到2010年，与建筑行业密切相关的全社会固定资产投资总额增速持续在24%以上，保持较快增速。进入2011年，受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，维持在20%左右。根据国家统计局《2014年国民经济和社会发展统计公报》数据，2014年中国全社会固定资产投资同比增长15.3%，近年中国经济增速放缓，固定资产投资增速回落，行业增速和景气度相应有所下降。

2014年全国房地产开发投资95036亿元，比上年增长10.5%。其中，住宅投资64352亿元，增长9.2%；办公楼投资5641亿元，增长21.3%；商业营业用房投资14346亿元，增长20.1%。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方

可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包—专业承包—劳务分包三个序列。企业资质等级越高，其所能参与的项目的规模和等级越高，资质等级的高直观区分了行业内企业的行业地位和竞争层次。

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资企业	Shimizu（日本清水）	占有国内高端市场，主要优势在设计和管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska（瑞典斯堪斯卡）	
其他中小建筑企业	--	依靠中国巨大的廉价劳动力资源成为专业的劳务分包企业，

资料来源：联合资信通过公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（2）行业关注

行业竞争风险

中国建筑市场近年来一直处于供大于求的状况，在招投标制度下，建筑市场上存在着拖欠工程款、压价竞争和垫资施工的现象。与其他行业相比，建筑工程市场的价格竞争行为表现的更为激烈，很多建筑业企业为了保住市

场或收回固定成本费用，不惜降让一部分利润以降低价格或以成本价低价竞标，使得中国建筑业利润率一直处于很低的水平。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

技术风险

中国正处于城镇化进程加速发展时期，过去很少涉及在跨海、长距离地下、高原等恶劣环境中施工，建筑物层高、体量等对施工技术的要求也相对较小，而现在各种大体量、超高层等高技术含量工程的比例越来越高，随之而来的施工技术风险也越来越突出。这类工程往往对项目设计、施工方案组织等技术要求非常高，极易出现项目投资、施工周期、质量和安全等方面的问题。近年来在中国各地陆续发生的安全事件大多数情况下都与建筑业技术要求相关，如城市地下轨道交通的建设方面，上海、广州等地都出现过不同程度的地铁工程事故，造成了重大经济损失。

流动资金压力风险

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

4. 区域经济环境

根据《河北省 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年全省实现生产总值 29421.2 亿元，比上年增长 6.5%。全部财政收入 3764.6 亿元，比上年增长 3.4%，其中公共财政预算收入 2446.6 亿元，增长 6.6%。税收收入 1865.1 亿元，增长 8.1%。公共财政预算支出 4638.1 亿元，增长 6.5%。地区财政稳步发展，为高速公路的建设发展提供了保障。

2014 年，河北省全社会建筑业增加值

1702.7 亿元,比上年增长 5.3%。资质等级以上建筑业企业房屋施工面积 37112.7 万平方米,增长 1.7%;房屋竣工面积 12582.7 万平方米,下降 1.8%。全省具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 165.4 亿元,增长 0.1%,其中国有及国有控股企业 30.6 亿元,下降 6.1%。

近年来河北省高速一直随着经济的快速发展而保持快速发展势头,从 2002 年底的 1591 公里到 2014 年底的 5805 公里,河北高速公路路网密度已经超过日本、法国等发达国家水平。全省各设区市之间、设区市与京津及周边省区重要城市之间、与省内各大港口之间均有快捷的高速公路相连,全省 95%以上的县城 30 分钟内可以上高速;全省布局合理、方便快捷、四通八达、内联外接的高速公路主网络基本形成。

十一五期间,河北省高速公路建设以前所未有的力度加速向前推进。5 年间,全省高速公路建设总规模超过 4400 公里,完成投资 1463 亿元,是“十五”期间的 5.5 倍,实现了完成投资最多、通车里程最长、建设规模最大三个“历史之最”。全省 5 年间新建成通车高速公路 2172 公里,通车总里程较“十五”末实现翻番;密度达到 2.3 公里/百平方公里。

2014 年河北省交通基础设施建设完成投资 909.5 亿元,全省公路通车里程 17.9 万公里(包括村路),比上年增长 2.7%。其中,新增高速公路通车里程 269 公里,高速公路通车里程达到 5805 公里。同年河北省明确打造“四个支撑区”的战略定位,打造京津冀协同发展综合交通网络的支撑区,谋划了“二环八通四连八港八枢纽”为主骨架的综合交通运输网络布局。其中“两环”,分别指北京大外环通道和京津冀区域环线通道;“八通”和“四联”,分别指京石、沿海、京津、京(北京新机场)衡 4 条纵向和张京唐秦、涿(北京新机场)廊津、保津、石衡沧 4 条横向及承唐、石津、邢临、邯济 4 条重要复合型综合运输通道,建立完善“东出

西联”、“疏内通外”的省际、区际乃至国际运输大通道;“八港”,分别指秦皇岛港、唐山港、天津港、黄骅港等 4 个海港和首都机场、北京新机场、天津机场、石家庄机场等 4 个空港;“八枢纽”,指北京、天津、唐山、石家庄、邯郸、承德、张家口、保定 8 个全国性综合交通运输枢纽城市,发挥河北交通对北京交通疏解功能和区域内连接功能。

2015 年河北省进一步推进交通基础设施建设加快发展,全省交通固定资产投资计划完成 1020 亿元,增长 12%。其中高速公路计划投资 407 亿元,新增通车里程 350 公里,到年底总里程将达到 6238 公里。加快在建项目建设,确保京昆石太北线、张承等 5 条段建成通车;抓紧拟开工项目前期工作,确保曲港、津石等 10 条段、638 公里开工建设;加快太行山高速开工建设步伐,做好北京新机场南出口高速等前期工作,大力实施京张-张承申奥迎宾大道改造工程。

2015 年中共中央政治局会议审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。京津冀协同发展被列为“重大国家战略”,以此规划出台为契机,全力开启这一区域在经济、民生和环境三方面的新局面。财政部测算未来 6 年总共需要投入 42 万亿元。在巨量投资落地,京津冀一体化的布局中,交通一体化将率先发力。在此次 42 万亿元投资中,主要投向基础设施建设。河北目前与京津对接的高速公路、国道、省道共存在“断头路”里程达 2300 公里,县道、乡道则难以估计。随着总规的出炉,以国家战略的身份驶入“快车道”的京津冀协同发展,由高层推进、规划,预计到 2020 年将形成京津冀 9000 公里的高速公路网和主要城市 3 小时公路交通圈。

总体看,随着河北省经济的稳定发展以及新发布的京津冀一体化政策的推行将带来河北省公路运输需求及高速公路建设的持续增长,未来省内高速公路建设发展空间较大。公司作为河北省省内领先的高速公路施工企业,

将拥有良好发展前景。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 42.54 亿元，邢台市交通运输局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司的主要业务是公路、桥梁、隧道的工程承建。公司具有国家公路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、交通安全设施分项资质，拥有对（国）外承包工程资格证书，可以经营对外承包工程业务。公司的资质覆盖了路桥建设的诸多领域，且资质等级高。公司通过了 ISO9001 质量管理体系，ISO4001 环境管理体系等认证。此外，公司在公路桥梁建设方面有雄厚的实力，具备丰富的工程项目管理经验，现有员工 1900 余人，其中中、高级职称技术人员 300 余人，年生产能力 80 亿元。公司近年来参与了多项国家重点工程建设，施工足迹遍布全国并同时获得了多项荣誉，2014 年公司产值 47 亿元，居河北省公路施工企业第一。

总的来看，公司在公路、桥梁等方面资质齐全，在建设施工方面有着丰富的经验和雄厚的技术能力，公司综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司拥有党委书记、总经理、副总经理等高层管理人员共 9 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、邢台路桥建设总公司工程二处副处长，邢台路桥建设总公司副总经理；现任邢台路桥建设总公司党委书记。

公司总经理宋田兴先生，54 岁，中共党员，

本科学历，正高级工程师；曾任邢台市公路管理处副处长，邢台市交通局总工程师，邢台市交通局副局长；现任邢台市交通运输局副局长，邢台市路桥建设总公司总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司员工总数 1902 人。其中拥有高级职称的 70 人，占比 3.68%，中级职称的 224 人，占比 11.78%，初级职称的 285 人，占比 14.98%；从学历来看，大专以上 907 人，占比 48%，高中中专学历 629 人，占比 33%，其他学历 366 人，占比 19%；从年龄来看，30 岁以下 702 人，占比 36.91%，30~50 岁 1126 人，占比 59.20%，50 岁以上 74 人，占比 3.89%。

总体看，公司高级管理人员具有较高的专业水平和丰富的管理经验；员工构成以中青年为主，文化素质符合业务经营需求。

4. 技术水平

公司 1998 年制定了“以科技创新为突破口，以科技项目为载体，以产业结构调整为主线”的发展方向，投入大量资源开展新技术研发推广和创新平台建设，针对现有路桥设计施工理论、技术的缺陷，取得了一系列重大成果。公司成立了技术中心并与同济大学、东南大学、重庆交通大学、长安大学、西安科技大学等院校科研机构保持长期合作。公司 2009 年被河北省发改委等 5 部门认定为省级企业技术中心、河北省知识产权优势培育单位；2011 年被河北省交通运输厅命名为“全省交通运输行业优秀科技创新团队”，省级交通系统科技研发中心重点扶持单位；交通运输部“公路设施使用状态监测与养护保障核心技术”协同创新平台成员单位。

为更好的鼓励科技创新，推动研究和开发各项重点技术，公司近年保持大量的科技投入，2012~2014 年，公司科研经费投资额分别为 3150 万元、3550 万元和 1700 万元，分别占当年销售收入比例的 1.6%、2.7%和 1.1%，用于推进科技创新、科技成果推广和人员和材料

费用等。公司近 2 年内主持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,成果水平达到了国际、国内领先水平。

公司在专利方面都取得了相当大的成果,目前拥有有效发明专利 48 项,其中实用新型专利 37 项。同时大部分科研成果专利技术得到了转化,如“公路沥青路面功能层组合结构技术”先后应用在邢台市南二环、大广高速公路衡大段、大广高速公路京衡段、邢和公路改建工程、青银高速改建工程、邢德线西里村至一人村桥加宽工程等工程推广应用累计 40 多公里,最早的已使用 6 年,没有挖补、返修情况发生,质量良好。“多孔改性水泥混凝土基层复合沥青路面技术”在邢衡高速公路衡水段推广应用 17.5km,工程造价 2.9 亿元、近两年来装配式组合钢箱梁推广高速公路应用 9 座桥梁,工程造价近 6000 万元。

表 2 公司重大专利

序号	名称	专利申请日
1	连续式水泥混凝土搅拌设备	2005 年 3 月
2	渗水式公路、道路结构	2005 年 9 月
3	石料整形机	2013 年 12 月
4	快速成桩的方法及利用该方法快速搭建城市立交桥的方法	2012 年 4 月
5	新型的预制引桥	2012 年 1 月

资料来源:公司提供

总体看,公司持续进行科研经费投入,并产生数目较多的专利技术,组建了一支高效的研发团队,技术水平相对较高。

六、管理分析

1. 治理结构

公司为全民所有制企业,公司法定代表人、总理由市政府任命。公司实行总经理负责制,全权负责公司的经营业务并对邢台市交通运输局负责,单位重大事宜经总经理办公室会议决定。公司治理结构有待完善。

2. 管理水平

公司根据业务和管理需要,设立了相应的职能部门,并明确了各部门的工作职责。

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,根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》等制度制定了《财务管理及会计核算制度》,在公司计财科的职责、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。制度中明确了审计结构和人员的选定、职责和权限,同时对审计程序进行了详细的设定。

安全生产方面,公司制定了《安全管理方法》,分别在安全管理机构、安全员的要求及考核、及相关的奖励、惩罚做出了明确的规定。

劳务用工方面,公司根据国家劳动法和省市有关规定制定了《邢台市建设总公司劳动用工管理制度》。制度中详细规定了劳动用工的录用条件、选取和录用方式,工作期间的管理和激励奖惩制度做了明确规定。

机械设备管理方面,公司编写了《机械设备管理方法》并在总公司设定了设备科代表公司对机械设备调控和监督管理职权。同时在分公司设立相应的机械设备管理部门,负责对所管及所租用设备进行管理。该管理办法同时对设备验收采购、使用及对外租赁做出了明确的规定。

另外公司还建立了《工程物资管理方法》、

《劳务分包管理暂行规定》等相关制度，分别对公司工程物资管理及分包方的运营等方面进行了规范。

总的来说，公司内控制度完善，但治理结构有待完善，整体管理水平一般。

七 经营分析

1. 经营概况

公司是一家集公路、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。公司的主要收入来自道路基础设施建设。

2012~2014 年随着前几年施工完成项目开始确认收入，公司营业收入呈不断增长趋势，年均复合增长率为 26.04%。2014 年公司

受施工结算金额增加影响，实现营业收入 47.55 亿元，较 2013 年增长 42.79%，毛利润 13.05 亿元。公司营业收入基本为路桥工程施工项目收入，工程施工在近三年公司的营业收入构成中占比均达到了 99%。

从盈利能力来看，2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 30.15%、33.18% 和 27.23%。近三年小幅波动，但公司整体毛利率较高。公司毛利率较高的原因主要有两个，首先公司所有的工程项目一律不得转包，全部由公司自己施工。其次公司在河北省公路工程行业拥有 20 多年的施工经验，从项目选择、项目招标、项目管理方面，都有自己的优势，所以毛利一直都保持在较高水平。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

	主营业务收入				毛利润				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
工程施工	299130.12	332512.74	473395.98	35836.79	90198.03	110322.54	128916.02	11778.10	30.15	33.18	27.23	32.87
合 计	299130.12	332512.74	473395.98	35836.79	90198.03	110322.54	128916.02	11778.10	30.15	33.18	27.23	32.87

资料来源：公司提供

2. 工程施工业务

公司目前具有公路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交通安全设施分项资质。公司近年已完工的项目主要为公路项目，其中以高速公路建设为主及部分一级公路建设和道路改造业务。2010~2014 年，公司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等数十项公路施工建设，合同总额 100 余亿元，主要高速施工业务集中于河北省内，区域集中度高。

2012~2014 年，公司新签道路建设总承包合同额逐年递增，三年分别为 30.10 亿元、38.43 亿元和 156.49 亿元，2014 年公司新签合同额

增长快速主要是由于公司新签 BOT 项目。2012~2014 年，公司按施工合同分别完成产值 29.91 亿元、33.25 亿元和 47.33 亿元。目前公司在手未完工合同总额 176 亿元，储备项目较充足。

从项目类型看，公司业务一直以施工招标形式为主。近年由于地方政府投资项目减少等原因，招投标市场竞争空前激烈，招投标难度变大。公司面对这种市场行情，积极开拓 BOT 和 PPP 的市场，截至 2015 年 3 月底，公司已签下并开始施工的有四川宜宾高速和迁曹高速两个 BOT 项目，项目总投资 290.11 亿元，公司签约施工总承包合同 147.23 亿元。在 BOT 模式下，公司不但作为施工总承包，还参与前期股权投资。公司利用自己股东的地位，保证

公司项目建设的份额及后期回款的速度。相较于传统的招投标施工模式，BOT 模式可以给公司带来更高的收益率。按照公司股权投资的比例，需要公司在股权投资方面未来两年内分别投资 4.17 亿元、1.92 亿元。

表 4 公司已签 BOT 项目情况(单位: 亿元、%)

BOT 项目	项目投资总额	股权投资额	已投资	15年预计投资	16年预计投资
迁曹高速	87.63	5.48	0.00	3.56	1.92
宜宾高速	202.48	0.51	0.00	0.51	0.00
合计	290.11	5.99	0.00	4.17	1.92

资料来源: 公司提供

工程施工款结算

工程款结算方面，在传统招投标项目以及 BOT 项目中的施工总承包业务中，在双方签订合同后，公司须支付业主单位 5%-10% 的履约保证金，并向其收取 10% 的工程预付款，工程施工过程中按进度交由业主单位进行审核，审核通过确认收入。此外，路桥工程质保期通常在 2 年之内，项目交工验收后一般 2 年返还质保金。质保金一般为合同额的 5%-10%。

原材料采购

公司的主要原材料为钢材，水泥，混凝土和沥青等。公司原材料一般由各项目施工部在公司批准后按施工程序自行采购和质检。对于

大宗材料沥青，公司成立专门的沥青科对成本进行控制。在供应商管理方面，公司建立供应商资格考核名单，并每年对供应商进行评价，对不合格者进行剔除。公司规定每次采购对至少三家供应商进行询价，或采取招标方式进行采购。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数快速下降、总资产周转次数和存货周转次数处于波动状态，2014 年公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 2.36 次和 0.51 次。由于 2014 年公司七里河项目完工，土地从库存移出致库存大幅减少，导致 2014 年存货周转次数从 2013 年的 0.83 次快速上升至 1.65 次。总体看，公司整体经营效率尚可。

4. 在建项目

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目 31 个，从合作模式上看，仍以施工招标项目为主，占 28 个，但从合同总额来看，前三大在建项目均为 BOT 中的施工总承包模式，三个 BOT 项目的总承包合同总额 147.23 亿元，占全部在建项目合同总额的 77%。公司新开拓的 BOT 项目对公司业绩提升具有积极的影响。但随着公司业务模式逐渐向 BOT 和 PPP 模式转型，这两种模式对前期资金的需求可能会加大公司未来资金需求。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司未完工施工合同金额前十大项目情况 (单位: 万元)

项目名称	委托业主	项目类型	计划工期	合同金额	2014 年底完成	2015 预计投资
宜宾宜昭高速公路项目施工总承包	宜宾伊力宜昭高速公路投资有限公司	BOT 中的施工总承包	2014.10-2018.10	1009936.44	0.00	1009936.44
迁曹高速公路京哈高速至沿海高速段项目和沿海高速曹妃甸支线项目工程总承包	河北迁曹高速公路有限公司	BOT 中的施工总承包	2014.12-2017.12	270000.00	0.00	270000
宜宾过境高速公路项目施工总承包	宜宾伊力过境高速公路投资有限公司	BOT 中的施工总承包	2014.10-2017.10	192433.87	0.00	192433.87
河北省承德至张家口高速公路承德段单塔子至丰宁互通主体土建工程 TJ19 标段	河北省高速公路张承承德段筹建处	施工招标	2013.6-2016.6	70069.95	27227.35	42842.60
邢衡高速公路衡水段二期工程 XH-LQ7 合同	河北省高速公路邢衡筹建处 河北省高速公路邢衡筹建处	施工招标	2013.7-2015.12	67779.24	16879.20	50900.04

张承高速公路崇礼至张承界段主体土建工程 II 类 E 标	河北省高速公路张承张家口段临时筹建处	施工招标	2012.12-2015.8	43476.28	26881.71	16594.57
邢衡高速公路衡水段二期工程路基桥涵、路面工程施工 XH-LQ6 标段	河北省高速公路邢衡筹建处	施工招标	2013.7-2015.7	33904.52	16503.22	17401.30
安徽省舒城县 S317 舒五路升级改造工程第四标段	安徽省舒城县交通运输局	施工招标	2014.12-2016.6	32000.00	0	32000
邢衡高速公路衡水段一期工程路面工程施工 XH-LQ3 标段	河北省高速公路邢衡筹建处	施工招标	2014.1-2015.1	29043.14	25519.62	3523.52
石邢线邢石界至邢昔线段建设工程第一合同段	邢台市公路工程管理处	施工招标	2013.11-2015.11	28802.25	6735	22067.25

资料来源：公司提供

5. 未来发展

未来发展规划上，公司在保持稳定的基础上，适应交通基础设施、投资建设市场的新规则，将使公司由传统的生产施工型向投资生产经营型转变，全面实现公司发展转型目标。公司将在未来密切关注市场，在完成已签约项目的同时按计划继续开发 PPP、BOT 市场。目前公司主要在谈项目两个，均为 BOT 项目，项目投资总额预计 195.68 亿元。考虑到公司逐渐从传统承包模式向 PPP、BOT 模式的转变，对营运资金的需求也将显著提升，将加大公司筹资压力。此外公司仍将继续开展科技研发和技术推广工作。

中国从国家战略层面推动“京津冀一体化”将有利于河北地区的公路等基础设施建设的快速发展，有利于公司扩大现有业务规模。

表 6 公司主要的拟建项目情况
(单位, 亿元, 公里, 年)

项目名称	合作方式	总投资额	建设里程	总工期
河北省平赞高速 BOT 项目(未签约)	BOT	148.51	106	3
贵州省天柱至黄平高速公路 BOT 项目(未签约)	BOT	47.17	40	3
合计	--	195.68	--	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中兴财光华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2015 年第一季度财务报表未经审计。公司近三年合并范围变化不大，财务数据可比较性强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 93.12 亿元，所有者权益 62.74 亿元；2014 年公司实现营业收入 47.55 亿元，利润总额 5.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 91.18 亿元，所有者权益 63.06 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 3.58 亿元，利润总额 0.43 亿元。

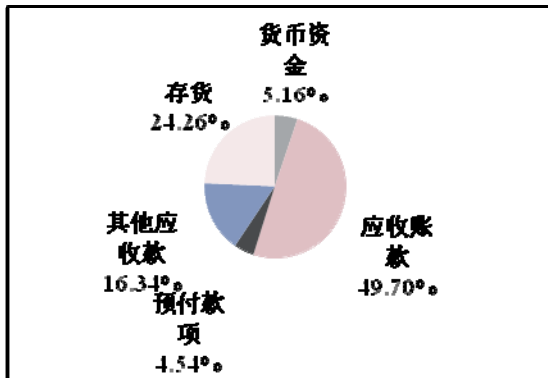
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 5.42%，主要系应收账款、其他应收款的大幅度增加所致。截至 2014 年底，公司资产总额 93.12 亿元；其中流动资产占比 60.28%，非流动资产占比 39.72%。基本符合工程施工企业特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 13.37%，主要系应收账款和其他应收款不断增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 56.14 亿元，以应收账款（49.70%）、存货（24.26%）和其他应收款（16.34%）为主。

图3 截至2014年底公司流动资产结构



资料来源：审计报告

2012~2014年，公司货币资金不断增长，年均复合增长14.93%。截至2014年底，公司货币资金2.89亿元，其构成以银行存款为主，占99.59%。截至2014年底，公司有7000万银行存款以存单质押。

2012~2014年，随着公司经营规模的扩大，应收账款复合增速78.64%。截至2014年底，公司应收账款27.90亿元，较2013年底增长124.15%，主要为应收工程款；公司应收账款前五大单位合计占比74.97%。其中应收账款金额最大的为邢台市七里河新区管委会的工程款，2015年上半年公司已回收3亿元，且该款项已纳入邢台市政府债务。从账龄开看，账龄在1年以内的占85.52%，1~2年的占7.69%，2至3年的占3.99%。公司共计提坏账准备5183万元。

表7 2014年底公司应收账款欠款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比	坏账准备
邢台市七里河新区管委会	154700.29	1年	54.44	--
乐亭县人民政府	21144.30	1年	7.44	--
邢台市公路工程管理处	15123.35	1-2年	5.32	331
邢台市公路管理处	12778.08	1-4年	4.50	1639
沙河市交通局地方道路管理站	9275.19	1-2年	3.26	295
合计	213021.20	--	74.96	2265

资料来源：审计报告

2012~2014年，公司预付款项波动较大。预付款项主要为预付货款和预付工程款，截至2014年底，公司预付款项25510.32万元，较2013年底下降40.2%。从账龄看以一年内为主，占55.51%，1-2年的占28.06%、2-3年的占8.31%。

2012~2014年，公司其他应收款复合增长率为39.18%。其他应收款组成主要为项目质量保证金。截至2014年底，公司其他应收款9.17亿元，较2013年底增长44.68%，主要是应收邢台市七里河新区管委会的质量保证金、应收河北省高速公路京石改扩建筹建处的项目保证金和邢台市邢衡高速公路管理处的质量保证金；其中账龄在1年以内的占73.69%，账龄在1~2年的占12.78%，其余账龄在2年以上。

表8 2014年底公司其他应收款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占比	账龄	款项性质
邢台市七里河新区管委会	16218.01	16.95	1年	质保金
河北省高速公路京石改扩建筹建处	7506.06	7.84	1年	质保金
邢台市邢衡高速公路管理处	3804.03	3.97	1-2年	质保金
平安租赁国际融资租赁有限公司	2240.00	2.34	1年	保证金
京港澳高速公路石安段改扩建筹建处	1834.95	1.92	1年	质保金
合计	31603.05	33.02	--	--

资料来源：审计报告

2012~2014年，公司存货波动下降。截至2014年底，公司存货13.62亿元，较2013年底下降51.70%，主要是因为七里河新区项目完成确认收入，从存货中移除。公司存货大部分为在建项目，另有少量原材料和库存商品。公司未计提存货减值准备。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产有所下降，年均降幅为3.99%。截至2014年底，公司非流动资产36.99亿元，主要由无形资产、投资性房地产和固定资产组成，三项分别为27.18亿元、7.04亿元和2.52亿元。公司无形资产较多，主要组成为专有技术和土地使用

权。截至 2014 年公司专有技术账面价值 26.95 亿元，专利技术按 20 年进行摊销。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 91.18 亿元，较 2014 年底减少 2.80%，主要是因为应收账款的减少，公司资产无结构性变化。

总体看，公司近年资产规模保持增长，公司资产结构的行业特点显著，以流动资产为主；流动资产中应收账款占比大，对资产流动性造成一定影响，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，受盈余公积和未分配利润增长影响，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 5.94%。公司截至 2014 年底实收资本为 42.54 亿元，相比 2013 年底增长 324.92%，原因是 2014 年公司资本公积转增实收资本 32.53 亿元。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 62.74 亿元。其中实收资本占 67.81%、资本公积占 16.96%、盈余公积占 1.64%和未分配利润占 13.59%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益变动不大，增加 0.32 亿元。总体来看，公司实收资本和资本公积占比较大，近两年公司所有者权益结构变动大。

总的来看，公司所有者权益稳定性较强。

负债

2012~2014 年，公司负债总额年均复合增长 4.36%，2014 年底为 30.39 亿元，较 2013 年底减少 9.29%，主要是长期借款快速下降所致。从构成来看，流动负债占 76.52%，非流动负债占比 23.48%。公司以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 13.59%。截至 2014 年底，公司流动负债 23.25 亿元，主要由其他应付款（占 56.00%）、应付账款（占 24.11%）和短期借款（11.08%）组成。

公司从 2013 起存在短期借款，2013~2014

年公司短期借款快速增长。截至 2014 年底，公司短期借款 2.41 亿元，较上年增长 24.38%。以保证借款（占 37.36）、质押借款（占 27.31%）和信用借款（占 27.03%）为主。

随着公司业务量增大，公司应付账款快速增长，2012~2014 年年均复合增长率为 20.23%。截至 2014 年底，公司应付账款 52.42 亿元，主要为应付上游供应商的材料款。应付账款中，账龄一年以内的占 88.58%，账龄 1-2 年的占 6.33%，其余为两年以上。

表 9 2014 年底公司应付账款金额前五名客户情况

（单位：万元、%）

债权人	金额	款项性质	占总额的比例
淄博盛安贸易有限公司	1120.60	材料款	2.14
中交鼎盛（北京）科技发展有限公司	700.05	材料款	1.34
沧州富新石油产品有限公司	579.22	材料款	1.10
衡水长兴路桥工程有限公司	534.82	材料款	1.02
临漳县顺达物资经销处	497.16	材料款	0.95
合计	3432.34	--	6.55

资料来源：公司财务报表

2012~2014 年，公司预收款项波动下降。2014 年底，公司预收款 0.88 亿元，同比下降 77.75%，主要组成为工程预付款。

2012~2014 年，随着业务规模扩大，公司其他应付款年均复合增长 7.92%。公司其他应付款主要由项目往来款组成，2014 年底公司其他应付款总额为 12.18 亿元，其中账龄 1 年以内，1 至 2 年和 2 至 3 年的占比分别为 35.57%、24.43%和 21.41%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速下降，年均下降 15.01%，主要由于公司的长期借款快速下降，年均下降 26.42%。截至 2014 年底，公司长期借款为 5.09 亿元。

2012~2014 年，公司的长期应付款主要由融资租赁组成，3 年来由于公司加大融资租赁比例，长期应付款快速增长。截至 2014 年底，

公司长期应付款 2.04 亿元，三年平均增长率为 106.64%。

2012~2014 年，受短期借款快速增长和长期债务快速下降的共同影响，公司有息债务基本稳定；近三年长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率逐年下降，公司资产负债率三年小幅波动，2014 年年底三项指标分别为 10.20%、14.98%和 32.63%。

截至2015年3月底，公司负债合计28.12亿元，较2014年底下降10.60%，主要是由于公司其他应付款和长期借款减少所致。截至2015年3月底，公司全部债务资本化比率为16.69%，资产负债率下降至30.84%。总体来看，近年来公司所有者权益稳定增长。公司负债以流动负债为主，且占比呈上升趋势，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着业务规模扩张及前期项目确认收入，公司营业收入快速增长，年均复合增长 26.04%；2014 年公司实现营业收入 47.55 亿元。同期营业成本快速增长，年均复合增长率 28.49%。公司营业利润率呈波动下降趋势，近三年分别为 26.89%、29.95%和 24.14%。

从期间费用来看，公司期间费用包括销售费用、管理费用和财务费用。期间费用中管理费用占比较大，因为公司将无形资产摊销放于管理费用下，2014 年无形资产摊销费用占期间费用的 30.36%。近三年公司财务费用波动中有所增长，年均增长 12.76%。近三年公司期间费用合计占收入比例分别为 16.95%、17.12%和 12.55%。公司期间费用控制能力正常。

2012~2014 年，公司利润总额分别为 2.67 亿元、3.99 亿元和 5.22 亿元；净利润分别为 2.01 亿元、2.96 亿元和 3.87 亿元。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，2014 年为 6.75%和 6.18%。

2015 年 1~3 月，由于北方冬天气候对施工企业的影响，公司实现营业收入 3.58 亿元，

占 2014 年全年收入的 7.54%，但较 2014 年同期增长 8.48%，营业利润率为 35.85%；公司利润总额及净利润分别为 0.43 亿元和 0.32 亿元。

总体看，近年来随着公司业务规模及前期工程收入确认，公司营业收入大幅增长，主营业务盈利能力较强，期间费用控制正常，整体盈利能力有所增强。未来随着公司在建工程的逐步完工，公司整体收入水平及盈利规模均有望提升。

5. 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品，提供劳务收到的现金为主，近三年该项数据有波动，三年平均变动率为 0.35%。公司收到的其他与经营活动有关的现金三年来有所增长，主要是合作公司的往来款构成。2012~2014 年公司经营活动现金流入量分别为 29.37 亿元、32.16 亿元和 29.65 亿元。经营活动现金流出方面，主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主。近三年，购买商品、接受劳务支付的现金波动中波动增长，三年复合变动率 11.20%，主要由于公司业务不断增加且承接项目增多导致公司垫资较多所致。2012~2014 年，公司经营活动现金流出分别为 22.55 亿元、30.36 亿元和 27.88 亿元，公司现金收入比分别为 95.58%、94.11%和 60.59%。2014 年现金收入比大幅下降主要是因为七里河项目于 2014 年确认收入，部分账款预计 2015 年回收。2012~2014 年公司经营活动产生的现金流量净额快速下降，三年分别为 6.82 亿元、1.80 亿元和 1.77 亿元。总体来看，公司收入实现质量一般。

从投资活动看，公司投资活动现金流整体规模不大，公司投资活动现金流流入为少量的处置固定资产收回的现金。2012~2014 年公司投资活动现金流出波动增长，分别为 0.17 亿元、0.74 亿元和 0.37 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金。2012~2014 年公司投资活动现金流净额分别为-0.17 亿元、-0.74

亿元和-0.37 亿元。

从筹资活动看, 2012~2014 年, 公司筹资活动现金流入量年均快速增长, 主要是因为取得借款收到现金的增加。2013~2014 年, 公司取得借款收到的现金分别为 2.78 亿元、3.45 亿元。公司筹资活动支出主要为偿还银行贷款及利息支付的现金, 2012~2014 年筹资活动现金流量净额分别为-7.03 亿元、-0.86 亿元和-1.60 亿元。

2015年1~3月, 公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流量净额分别为0.24亿元、-0.21亿元和-0.14亿元。

总的来看, 随着公司这几年业务规模的扩大, 近年公司的经营活动净现金流逐年减少, 投资活动现金流表现出净流出, 公司筹资活动规模进一步增大。随着公司承接 BOT 和 PPP 项目的增多, 未来一段时间公司对资金需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2012~2014 年公司流动比率略有波动, 三年分别为 242.33%、219.71%和 241.41%; 速动比率三年呈上升趋势, 三年分别为 100.78%、104.18%和 182.83%。2012~2014 年公司经营现金流动负债比分别为 37.84%、7.35%和 7.63%。总体看, 公司短期支付能力一般。

从长期偿债能力指标来看, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 快速增长, 年均复合增长 22.90%, 2014 年 EBITDA 为 8.50 亿元。公司 EBITDA 利息倍数呈上升状态, 近三年分别为 6.34 倍、9.41 倍和 7.67 倍。全部债务/EBITDA 三年分别为 1.99 倍、1.63 倍和 1.30 倍。总体看, 公司长期偿债能力较好。

截至 2015 年 3 月底, 公司对外担保 9.09 亿元。被担保方为邢台市交通运输局及其下属单位。作为邢台市市级政府机关及其下属单位, 违约可能性较小。

截至 2014 年 12 月底, 公司获得商业银

行授信总额为 22.90 亿元, 剩余使用额度为 14.24 亿元, 公司间接融资渠道尚可。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》(机构信用代码为 G10130502000031509), 截至 2015 年 4 月 24 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司所在的河北省受“京津冀一体化”战略影响, 将在交通基础设施建设方面快速发展, 公司公路承包资质齐全, 施工经验丰富, 同时公司具有领先的路桥建设技术专利。基于对公司自身经营和财务风险评估, 以及公司整体规模和工程施工技术水平的分析, 联合资信认为, 公司整体抗风险能力较强。

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

公司本期中期票据发行10亿元, 分别占2015年3月底公司长期债务、全部债务和负债总额的115.07%、79.17%和35.56%, 本期中期票据的发行对公司现有债务水平和债务结构均有很大影响。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 30.84%、16.69%、12.11%。以公司 2015 年 3 月底财务数据为基准, 不考虑其他因素, 本期中期票据发行后, 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将分别上升至 37.68%、26.41%和 22.86%, 本期中期票据的发行将使公司债务负担上升, 但发行后仍处于较低水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年, 公司经营活动现金流入量

分别为本期中期票据的2.94倍、3.22倍和2.97倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的0.68倍、0.18倍和0.18倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度一般，经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据覆盖程度较低。2012~2014年，公司EBITDA分别是本期中期票据的0.56倍、0.68倍和0.85倍，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力一般。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现有债务水平和债务结构均有很大影响，公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖能力一般，但同时考虑到未来随着公司高速公路业务的扩大，公司收入和现金流入量有望呈现持续增长态势，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

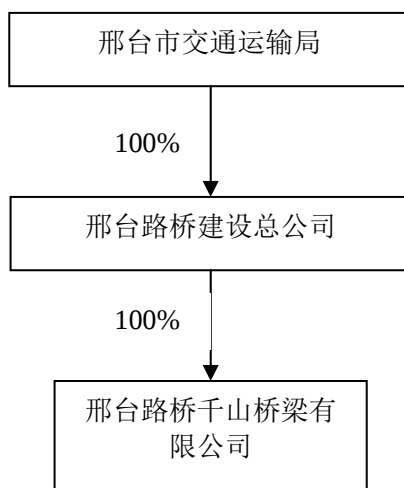
十、结论

国家对京津冀战略发展计划的开展为公司提供广阔的市场空间与良好的外部经营环境。公司作为河北省传统大型道路施工企业，在专业资质、施工经验及项目储备等方面具有显著优势，收入和利润平稳增长。同时公司十分重视科技研发的投入，具备多项道路施工相关的专利技术。道路施工行业整体发展带来的传统招投标项目的减少为公司带来一定的不利影响，针对该种情况公司及时转变经营策略，向高利润的BOT、PPP项目转型，项目储备充足，为未来发展奠定良好基础。

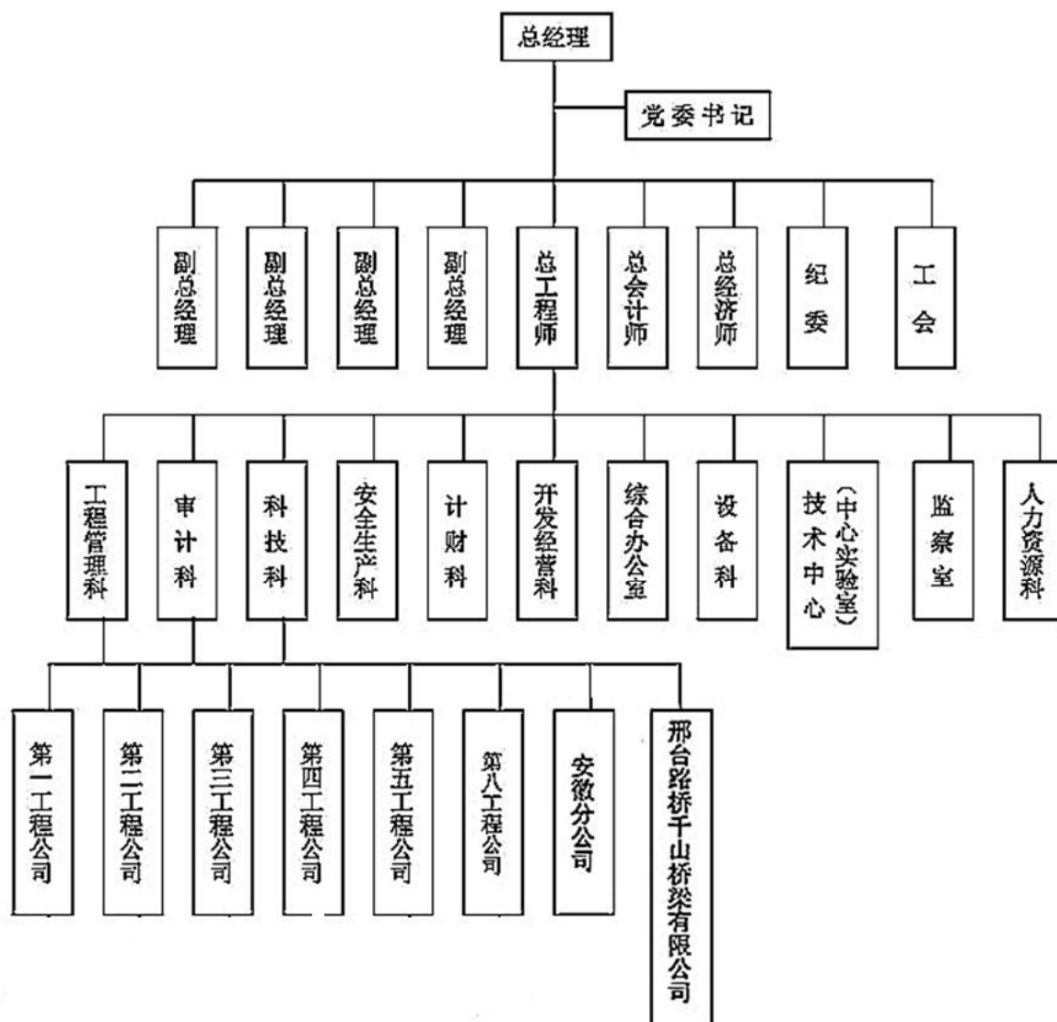
公司资产结构符合工业施工企业特质，所有者权益稳定增长。公司债务负担较轻。但公司向BOT、PPP业务模式的转型对公司筹资方面造成一定压力。

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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.19	2.39	2.89	2.79
资产总额(亿元)	83.80	92.37	93.12	91.18
所有者权益(亿元)	55.90	58.86	62.74	63.06
短期债务(亿元)	1.29	1.94	3.92	3.94
长期债务(亿元)	9.88	9.09	7.13	8.69
全部债务(亿元)	11.17	11.03	11.05	12.63
营业收入(亿元)	29.93	33.30	47.55	3.58
利润总额(亿元)	2.67	3.99	5.22	0.43
EBITDA(亿元)	5.63	6.78	8.50	--
经营性净现金流(亿元)	6.82	1.80	1.77	0.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.85	3.14	2.36	--
存货周转次数(次)	1.64	0.83	1.65	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.38	0.51	--
现金收入比(%)	95.58	94.11	60.59	175.86
营业利润率(%)	26.89	29.95	24.14	35.85
总资本收益率(%)	4.56	6.04	6.75	--
净资产收益率(%)	3.59	5.03	6.18	--
长期债务资本化比率(%)	15.02	13.38	10.20	12.11
全部债务资本化比率(%)	16.65	15.78	14.98	16.69
资产负债率(%)	33.29	36.27	32.63	30.84
流动比率(%)	242.33	219.71	241.41	280.07
速动比率(%)	100.78	104.18	182.83	200.24
经营现金流动负债比(%)	37.84	7.35	7.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	9.41	7.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.99	1.63	1.30	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.94	3.22	2.97	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.68	0.18	0.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.56	0.68	0.85	--

注：2015 年 1 季度财务数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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-营业税金及附加) / 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 邢台路桥建设总公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

邢台路桥建设总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。邢台路桥建设总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现邢台路桥建设总公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送邢台路桥建设总公司、主管部门、交易机构等。

