跟踪评级公告

联合[2016] 1556 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持邢台路桥建设总公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16邢台路桥MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

邢台路桥建设总公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 邢台路桥 MTN001	10 亿元	2016/02/04-2021/02/04	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.39	2.89	3.10	5.85
资产总额(亿元)	92.37	93.12	89.68	97.77
所有者权益(亿元)	58.86	62.74	66.38	66.74
短期债务(亿元)	1.94	3.92	7.45	6.00
全部债务(亿元)	11.03	11.05	11.39	19.93
营业收入(亿元)	33.30	47.55	42.44	3.65
利润总额(亿元)	3.99	5.22	4.88	0.50
EBITDA(亿元)	6.78	8.50	8.05	--
经营性净现金流(亿元)	1.80	1.77	1.53	-5.15
营业利润率(%)	29.95	24.14	26.53	29.49
净资产收益率(%)	5.03	6.18	5.48	--
资产负债率(%)	36.27	32.63	25.99	31.74
全部债务资本化比率(%)	15.78	14.98	14.65	23.00
流动比率(%)	219.71	241.41	277.98	368.52
全部债务/EBITDA(倍)	1.63	1.30	1.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.41	7.67	8.20	--
经营现金流动负债比(%)	7.35	7.63	7.91	--

注：1. 2016 年 1 季度财务数据未经审计；
2. 融资租赁款已纳入有息债务及相关指标计算。

分析师

刘 博　王兴萍
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跟踪期内公司在河北省路桥建设领域保持一定的规模和竞争优势，新签约合同总额大幅增长，项目储备较为充足，整体盈利能力和偿债能力较强。同时联合资信也关注到，公司业务区域集中度较高、跟踪期内公司收入和利润规模有所下滑，应收账款占流动资产比重较高等因素对公司经营带来的不利影响。

国家“京津冀一体化”战略的推进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。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持 “16 邢台路桥 MTN001”AA 的信用等级。

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. 跟踪期内，公司 PPP 及 BOT 业务模式发展良好，新签约合同量大幅增长，公司储备项目充足。
3. 跟踪期内公司有息债务保持较小规模，整体盈利和偿债能力较强。

关注

1. 公司业务区域集中度高，跟踪期内公司收入及利润规模有所下降。
2. 公司应收款项占流动资产比重较高，如未来出现回款不及时情况，可能对公司经营带来一定影响。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于邢台路桥建设总公司主体长期信用及“16 邢台路桥 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2016 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 2015 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 2015 年底，公司（合并）资产总额 89.68 亿元，所有者权益合计 66.38 亿元；2015 年公司实现营业收入 42.44 亿元，利润总额 4.88 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 97.77 亿元，所有者权益合计 66.74 亿元；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，利润总额 0.50 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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加

54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司所属行业为建筑行业，主营业务为公路、桥梁的交通建设。

1. 行业现状

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6508 亿元，同比增长 1.6%，其中国有及国有控股企业 1676 亿元，同比增长 6.0%。

图 1　2011~2015 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015 年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%，固定资产投资增长较快。

2015 年，全国固定资产投资（不含农户）562000 亿元，同比名义增长 9.8%。分产业看，

第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%，其中基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。2016 年 1~3 月份，全国固定资产投资（不含农户）85843 亿元，同比名义增长 10.7%。

2015 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 95979 亿元，比上年名义增长 1.0%，其中住宅投资增长 0.4%。房屋新开工面积 154454 万平方米，比上年下降 14.0%，其中住宅新开工面积下降 14.6%。全国商品房销售面积 128495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中住宅销售面积增长 6.9%。全国商品房销售额 87281 亿元，比上年增长 14.4%，其中住宅销售额增长 16.6%。2016 年 1~3 月份，全国房地产开发投资 17677 亿元，同比名义增长 6.2%。1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 617975 万平方米，同比增长 5.8%，商品房销售面积 24299 万平方米，同比增长 33.1%。

考虑到基础设施投资规模持续增长，以及房地产行业有所回暖等因素，建筑业发展环境仍较好。

2. 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

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。

竞争格局

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　中国建筑业市场企业竞争格局

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	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，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	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：根据公开资料整理

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。

3. 建筑行业风险关注

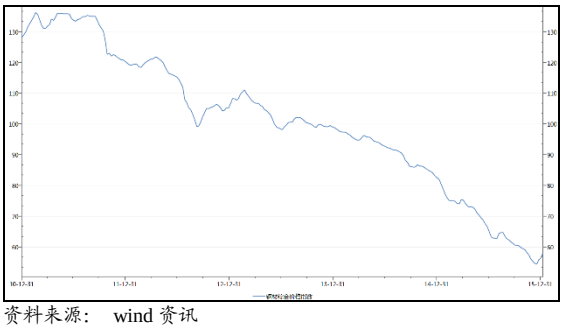
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。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。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制。

图 2　近年钢材综合价格指数



资料来源：　wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅度上涨，整体价格累计涨幅已经超过 30%。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机后的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。2015 年 1~6 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年底降至 79.25；同期，全国水泥均价降至 266.60 元/吨，同比下降 18.91%。2016 年 1~2 月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3 月有所反弹，但截至 2016 年 3 月底，全国整体价格仍较年初低 0.43%。

流动资金压力大

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. 建筑行业发展趋势

联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

5. 区域经济概况

根据《河北省 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年全省实现生产总值 29806.1 亿元，比上年增长 6.8%。全部财政收入 4047.7 亿元，比上年增长 7.5%，地方一般公共预算收入 2648.5 亿元，增长 8.3%。税收收入 1934.0 亿元，增长 3.7%。一般公共预算支出 5675.3 亿元，增长 22.4%。地区财政稳步发展，为高速公路的建设发展提供了保障。

2015 年，河北省全社会固定资产投资完成 29448.30 亿元，比 2014 年增长 10.4%，其中交

通运输、仓储和邮政业固定资产投资 2035.70 亿元，普通干线、农村公路和路网改造投资完成 329 亿元。高速公路新通车 6 条段、445 公里，比计划增加 95 公里，总里程达到 6333 公里，居全国第二位。

根据河北省交通建设“十三五”规划，2016 年河北省交通固定资产计划完成投资 880 亿元，争取完成投资 900 亿元。其中，高速公路投资 333 亿元，新增通车里程 167 公里，到年底总里程达到 6500 公里。“十三五”时期，全省交通运输建设总投资预计完成 7200 亿元，，高速铁路总里程达到 2000 公里，实现翻一番，覆盖所有城镇人口 50 万以上城市。

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”，以此次规划出台为契机，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 2016 年 3 月底，公司注册资本 42.54 亿元人民币，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，2015 年公司营业收入 42.44 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. 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，2013~2015 年，公司科研经费投资额分别为 3550 万元、1700 万元和 1820 万元，分别占当年销售收入比例的 1.6%、2.7%和 0.43%，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。

截至 2015 年底，公司拥有有效专利 53 项，已全部计入无形资产科目中（截至 2015 年底账面价值 25.15 亿元），其中发明 13 项，实用新型专利 40 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，该技术最早应用项目已使用 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 17.5 公里、邢台南二环推广应用 15.5 公里、廊涿高速涿州至旧州段推广应用 10 公里、邢台南滨河路推广应用 40 公里、大广高速衡大段 LQ2 项目推广应用 4.01 公里，合计推广应用近 200 公里，工程造价 6.1 亿元；在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。“公路防水抗裂层”在邢台市南二环、大广高速、青银高速、邢德线等项目推广应用，“应力吸收带”在邢德线、大广高速等项目推广应用。

根据公司股东邢台市交通运输局分别于 2004 年 2 月、2009 年 2 月、2012 年 1 月出具的批复，以市场公允价值为基础将邢台市路桥建设总公司（邢台市交通运输局下属事业单位）拥有的路面结构层等 3 项专有技术、公路防水抗裂层等 11 项专有技术、合理控制区域内路面应力吸收层设计厚度的方法等 33 项专有技术分批注入邢台路桥建设总公司。注入公司的专利技术主要用于道路施工建设，在行业中具备一定的竞争优势。专有技术由北京天圆开资产评估有限公司评估（具有证券期货相关业务评估资格证书，证书编号 0100059025），预计尚可使用年限为 20 年，评估方法为收益法。公司专有技术按照评估价值于 2007 年、2009 年和 2012 年入账，借记“无形资产”，贷记“资本公积”；公司专有技术按照 20 年的使用年限提取摊销。

表 2　截至 2015 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 08 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 06 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 04 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 08 月
一种装配式钢箱复合梁的加工系统	2013 年 08 月
装配式钢箱组合梁用底箱的加工方法	2013 年 08 月
一种带有在线除尘装置的碎石整形系统	2013 年 08 月
一种拼装式波形钢腹板箱梁底板箱	2014 年 06 月
一种钢-混组合桥涵面板	2014 年 06 月
一种抗扭的装配式钢箱组合梁	2014 年 06 月
组装式钢制桥梁墩柱	2015 年 02 月

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司继续保持科研经费投入，并持续产生数目较多的专利技术。公司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

跟踪期内，根据邢台市委组织部的安排决定，公司总经理、法定代表人变更为马骅先生，原总经理宋田兴先生赴其他公司任职，公司高层变动未对公司日常经营造成重大影响。

马骅先生，1974 年出生。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。

公司管理结构、管理制度等方面无其他重大变化。

七、经营分析

1. 公司经营情况

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。

2014~2015 年，公司分别实现工程施工收入 47.34 亿元和 42.18 亿元，占同期营业收入的比例均高于 99.00%；其中 2015 年受宏观经济下滑、河北省境内无新开工项目影响，公司工程施工收入有所下滑，较上年下降 10.91%。

毛利率方面，公司所有的工程项目均为自主施工。公司在河北省公路工程行业拥有 20 多年的施工经验，在项目选择、项目招标、项目管理方面，具有一定优势。2015 年公司主营业务毛利率 29.92%，较 2014 年增长 2.63 个百分点，变化不大，保持了较高的毛利率。

2016 年 1～3 月，公司实现工程施工收入 3.65 亿元，工程施工毛利率 32.59%。较 2015 年同期均无较大变化。

表3　2013～2016年第一季度公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	33.25	33.18	47.34	27.23	42.18	29.92	3.65	32.59
合计	**33.25**	**33.18**	**47.34**	**27.23**	**42.18**	**29.92**	**3.65**	**32.59**

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，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。2010~2015 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、张家口到承德高速公路、京港澳高速公路等数十项公路施工建设，合同总额 120 余亿元，主要高速施工业务集中于河北省内。按地域划分，2014~2015 年，公司河北地区收入分别占工程施工业务收入的 96.26%和 73.73%，2015 年河北地区贡献收入下降主要是由于公司四川宜宾项目取得收入 8.24 亿元。整体来看，公司业务区域集中度高。

2015 年公司新签合同快速增长，新签合同总额 117.35 亿元，同比增长 61.86 亿元。主要系公司于 2015 年新签订四川宜宾高速 BOT 项目。2014~2015 年，公司按施工合同分别完成产值 47.33 亿元和 42.44 亿元。截至 2015 年底，公司在手未完工合同总额约为 160.00 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，投招标市场竞争空前激烈，中标难度增大。面对这种市场行情，公司积极开拓 BOT 和 PPP 的市场。截至 2015 年底，公司已签下的有四川宜宾高速和迁曹高速两个 BOT 项目及宁津高速一个 PPP 项目，项目总投资 293.31 亿元，公司签约施工总承包合同金额 150.44 亿元。在 BOT 模式下，公司主要以少量参与前期股权投资方式获得项目施工总承包合同，在有效降低资金风险的同时，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。在 PPP 模式下，公司参与项目方式

与 BOT 模式类似，主要通过股权参与方式获得项目工程施工合同。在 BOT 和 PPP 模式下，控股参与方主要负责项目融资，其对融资能力要求较高，故公司仅对收益性较高项目采取控股参与方式以控制相关项目财务风险和经营风险。截至 2015 年底，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 3.25 亿元和 2.21 亿元。公司 BOT 和 PPP 项目参与股权比例均较小，因此并不作为项目的主要资金筹集方，仅作为项目的主要施工方，BOT 和 PPP 项目尚未对公司造成较大筹资压力。在工程质量管理方面，公司具有严格的质量监督管理体系，定期不定期对项目现场进行检查，对于重要的工程节点联合第三方监理单位对项目进行实地检查；同时，公司通过采用新技术、新材料、新工艺、新设备等解决工程施工中的各个难题，实现工程优良率 100%。

表 4　截至 2015 年底公司已签 BOT/PPP 项目及投资计划情况（单位：亿元、%）

项目	项目投资总额	公司签约施工合同金额	资本金比例	公司股权投资额	公司股权比例	2016 年预计投资	2017 年预计投资
迁曹高速 BOT 项目	87.63	27.00	25.00	5.48	25.00	2.96	1.92
宜宾高速 BOT 项目	202.48	120.24	25.00	0.51	1.00	0.00	0.00
宁津公路 PPP 项目	3.20	3.20	20.00	0.58	90.00	0.29	0.29
合计	**293.31**	**150.44**	--	**6.57**	--	**3.25**	**2.21**

资料来源：公司提供

注：公司股权投资额=资本金比例*项目投资总额*公司股权比例

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 及 PPP 项目中的施工总承包合同中，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%。截至 2015 年底，公司高速项目业主方主要为河北省高速公路管理局和邢台市邢衡高速公路管理处，工程款及质保金均能按时回收。整体上，公司高速项目回款情况较好。

除高速项目外，公司还承接邢台地区的国道、省道等的项目建设，相关项目资金一般由河北省财政厅等下拨至邢台市财政局，邢台市财政局以专项资金方式划拨给公司股东邢台市交通运输局，因此，公司相关项目回款较有保障。由于道路施工过程中受天气、地质条件等影响，可能存在方案及预算等的变更情况，对于超出前期预算的项目，公司需出具相关文件，并由其股东递交邢台市相关部门进行审批；对于相关项目，公司工程回款会有所延缓，导致公司应收账款规模较大。此外，对于部分邢台市内的道路工程，部分合同并未约定质保金，公司项目竣工决算后确认全部项目收入，但在实际操作过程中，业主单位会预留 5%~20%左右的决算金额，并在 2 年内付清，该部分款项计入“应收账款”科目。

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。

在建项目

截至 2015 年底，公司在建项目 34 个，从合作模式上看，仍以施工招标项目为主。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 87.85%。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 年底公司未完工施工合同金额前十大项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	委托业主	项目类型	计划工期	合同金额	2015 年 12 月底完成额	后续投资金额
1	宜宾至彝良高速公路施工总承包项目	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	100.99	0.52	100.47
2	迁曹高速公路京哈高速至沿海高速施工总承包项目	河北迁曹高速公路有限公司	BOT 中的施工总承包	2014.12-2017.12	27.00	0.68	26.32
3	宜宾城市过境高速公路西段项目土建工程施工总承包	宜宾伊力过境告诉公路投资有限公司	BOT 中的施工总承包	2014.10-2017.10	19.24	5.00	14.24
4	G308 北段改建工程二合同项目部	邢台市公路工程管理处	施工招标	2015.10-2017.11	3.70	0.55	3.15
5	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	2014.12-2016.06	3.20	0.52	2.68
6	308 国道冀鲁界至南宫段改建工程施工第四标段	邢台市公路工程管理处	施工招标	2016.01-2017.12	2.07	0.00	2.07
7	邢衡高速衡水段 LQ7 项目经理部	河北省高速公路邢衡筹建处	施工招标	2013.07-2015.07	6.78	4.61	2.17
8	漯河市城乡一体化示范区牡丹江路沙河大桥项目经理部	漯河新区投资发展有限公司	施工招标	2015.11-2017.09	1.78	0.00	1.78
9	省道邢清公路（新国道路 G340）广宗县城至清河县城段改建工程第三合同段	邢台市公路工程管理处	施工招标	2016.01-2017.11	1.75	0.00	1.75
10	大广高速深州至大名段南宫互通连接线增设工程	邢台市公路工程管理处	施工招标	2015.11-2016.12	1.08	0.00	1.08
合计		--	--	--	**167.59**	**11.88**	**155.71**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司业务集中程度有所下降；BOT 及 PPP 业务模式开展情况良好，新签约项目大幅增长，在手未完工合同规模较大，项目储备较为丰富。

3．经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分比为 1.57 次、2.18 次和 0.46 次。其中销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 1.57 次和 0.46 次，较 2014 年的 2.36 次和 0.51 次均有所下降，主要系 2015 年受宏观经济影响，公司营业收入有所下降所致。2015 年，公司存货周转率为 2.18 次，较 2014 年的 1.65 次有所提高，主要系 2014~2015 年受宏观经济下滑影响，公司在建项目投入较 2013 年下降较大，带来存货的减少所致。

4．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、PPP 项目，考虑到公司逐渐从传统承包模式向 PPP、BOT 模式的转变，对营运资金的需求或将显著提升，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。

八、募集资金使用情况

公司2016年2月发行的5年期“16邢台路桥MTN001”，募集资金 10 亿元用于补充流动资金。募集资金已全部按照计划全部使用。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计且均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年第一季度财务报表未经审计。跟踪期内公司合并范围无变化。总体来看，公司财务报表财务可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额89.68 亿元，所有者权益合计 66.38 亿元；2015年公司实现营业收入 42.44 亿元，利润总额4.88 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 97.77 亿元，所有者权益合计 66.74 亿元；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，利润总额 0.50 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，受宏观经济下滑对高速公路行业带来的影响，公司实现营业收入 42.44 亿元，同比下降 10.73%；由于公司不断控制成本，同期营业成本同比下降 13.69%，使得公司营业利润率由 2014 年的 24.14%上升至 2015 年的26.53%，公司营业利润率仍处于较好水平。

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。2015 年，公司期间费用总额 6.08 亿元，同比增长 2.01%，主要系摊销折旧带来的管理费用的增长所致。公司期间费用中管理费用占比较大，近两年占比分别为 81.87%和 84.17%，主要系无形资产摊销所致。受公司长期借款大幅下降影响，2015年公司财务费用为0.95亿元，较2014年的1.09亿元有所下降。2014~2015 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 12.55%和 14.34%，公司期间费用控制能力整体处于一般水平。

从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.94%和 5.48%，较2014 年的 6.75%和 6.18%均有所下降，同期公司营业利润率保持增长，公司整体盈利能力仍处于尚可水平。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，同比变化不大，营业利润率为 29.49%，同比略有下降；公司利润总额及净利润分别为 0.49 亿元和 0.37 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入及利润规模有所下降，期间费用控制能力一般，整体盈利能力较强。未来随着公司在建项目的逐步完工和未来承揽 BOT 或 PPP 项目的不断增加，公司整体收入水平及盈利能力存在提升空间。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年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。2015 年公司经营活动现金流入 44.05 亿元，同比增长 48.56%，增长主要是因为主要系公司工程施工、确认收入与实际收到的现金间具有时滞性。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（主要为购买建材、支付劳务人员工资、支付机械费等）。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金36.64 亿元，同比增长 60.52%，主要系公司承接 BOT 项目投入金额较大导致公司垫资较多所致。2015 年，公司经营活动现金流量净额为1.53 亿元；2015 年公司现金收入比分别为101.85%，同比增加 41.26 个百分点，主要由于七里河项目于 2014 年确认收入，大部分账款于 2015 年回收所致。整体看，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，2015 年公司未发生投资

活动现金流流入，2015 年公司发生投资活动现金流出 0.97 亿元，主要是迁曹高速 BOT 项目股权投资资金 0.60 亿元投入所致。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要是借款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务、支付利息支付的现金。2015 年，公司筹资活动现金流入和流出分别为 6.23 亿元和 7.29 亿元，同比分别增长 8.25%和下降 0.92%。

2016年1～3月，公司经营活动现金流量净额为-5.15亿元。投资活动现金净流量0.87亿元，主要是投资迁曹高速项目支付的现金0.77亿元；筹资活动方面，公司2016年2月发行中期票据导致筹资活动现金流入大幅增长至12.26亿元，筹资活动现金净额7.69亿元。

总体看，2015 年随着工程垫资的增长，公司经营活动净现金流有所减少，但现金收入实现质量有所提高，公司经营活动现金流量净额可以满足公司的投资需求；筹资活动规模不大。未来随着公司承接 BOT 和 PPP 项目的增多，公司提前垫资规模或将大幅增加，未来公司对资金有一定需求。

3. 资本及债务结构

资产

2015 年公司资产规模有所下降。截至 2015 年底，公司资产总额 89.68 亿元，同比下降 3.70%。公司资产以流动资产为主，占 59.96%。

截至 2015 年底，公司流动资产 53.77 亿元，同比下降 4.21%，主要来自其他应收款的减少。公司流动资产主要由应收账款（占 48.82%）、其他应收款（占 13.57%）、和存货（占 25.48%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 3.10 亿元，同比增长 7.08%。跟踪期内公司工程款回款有所好转，截至 2015 年底，公司应收账款 26.25 亿元，同比下降 5.90%，主要为应收工程款；公司应收账款前五大单位合计 20.85 亿元，占比 75.90%，集中度较高；从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 36.71%，1～2 年的占 56.06%，其余为 2 年以上，账龄较长。公司累计计提坏账准备 1.22 亿元。欠款方主要为邢台市七里河新区管委会、邢台市公路管理处、邢台市邢衡高速公路管理处等公路管理机关。由于公司应收账款主要系相关市政部门款项，应收账款不能回收风险较小。

公司预付款项主要为预付材料款和预付劳务款。截至 2015 年底，公司预付款项 3.42 亿元，较上年增长 34.04%，主要系 2015 年底 BOT 和 PPP 项目投入带来的预付材料款的增长所致。从账龄看，一年以内的占比 78.56%，1~2 年的占比 17.64%、2~3 年的占比 0.86%，其余为 3 年以上，公司预付款项账龄较短。

公司其他应收款主要为项目质量保证金。截至 2015 年底，公司其他应收款 7.30 亿元，同比下降 20.42%。从账龄上看，1 年以内的占比 88.36%。截至 2015 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.70 亿元，计提比例为 0.93%。截至 2015 年底，公司欠款单位前 5 名其他应收款合计 2.26 亿元，占比 30.71%，集中度不高。

公司存货大部分为在建未决算项目。截至 2015 年底，公司存货 13.70 亿元，同比变化不大，其中工程施工 13.51 亿元，占比为 98.57%，另有少量原材料和库存商品。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。

截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 35.91 亿元，同比下降 2.92%。公司非流动资产以投资性房地产、固定资产和无形资产为主，占比分别为 19.80%、6.97%和 70.65%。三项分别为 7.11 亿元、2.50 亿元和 25.37 亿元，同比变化不大。公司无形资产主要为专利技术 25.15 亿元。截至 2015 年底，公司长期股权投资 0.60 亿元，组成为公司对 BOT 项目项目公司河北迁曹高速公路开发有限公司的投资。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产

总额 97.77 亿元，较 2015 年底增长 9.02%，其中流动资产占比进一步增长至 64.34%。随着业务开展公司应收账款、预付款项和存货分别较 2015 年底增长 6.34%、16.25%和 28.02%。公司非流动资产较 2015 年底变化不大。

总体看，公司资产中应收款、其他应收款和存货占比较高，对公司资产流动性造成一定影响，资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 66.38 亿元，同比增长 5.80%，主要来自未分配利润的增长。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本占 64.09%、资本公积占 16.03%，未分配利润占 17.78%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 66.74 亿元，规模和构成较 2015 年底变动不大。总体来看，公司所有者权益结构稳定性较强。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 23.30 亿元，较 2014 年下降 23.31%，主要系其他应付款、长期借款、长期应付款快速下降所致；其中，流动负债与非流动负债分别占比 83.02%和 16.98%，公司以流动负债为主。2015 年受长期借款下降影响，公司流动负债占比较 2014 年有所提高。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 19.34 亿元，较上年下降 16.81%。公司流动负债以短期借款（占比 26.11%）、应付账款（占比 15.63%）、其他应付款（占比 36.09%）和一年内到期的非流动负债（占比 10.35%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 5.05 亿元，同比增长 109.66%，主要系公司新签订 BOT 项目和 PPP 项目等对资金的需求较大，公司融资有所增加所致；其中，保证借款占 31.68%、抵押借款占 49.50%、质押借款占 18.61%。

公司应付账款主要为对上游供应商的应付工程材料款。截至 2015 年底，公司应付账款 3.02 亿元，较上年下降 42.32%，主要系当年完工工程量下降带来的应付材料款的减少所致；从账龄上看，1 年以内的占比 86.30%；公司应付账款单位前 5 名合计占比不高，为 11.72%。

公司其他应付款主要为项目垫付款、暂用款和保证金等。截至 2015 年底，公司其他应付款 6.98 亿元，同比下降 42.66%，主要系与关联方和非关联方的垫付款和暂用款的大幅减小所致。从账龄上看，1 年以内的占比 62.13%，1~2 年的占比 34.40%，；公司其他应付款单位前 5 名合计 3.95 亿元，占比 56.59%，集中度一般高。

公司一年内到期的非流动负债主要为到期的长期借款和长期应付款。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.00 亿元，主要由 0.64 亿元一年内到期的长期借款和 1.36 亿元长期应付款构成。

截至 2015 年底，公司非流动负债 3.96 亿元，较 2014 年下降 44.50%。公司非流动负债以长期借款（占比 89.66%）和长期应付款（占比 9.77%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款 3.55 亿元，较上年下降 30.25%，主要系公司银行信用借款减少所致。截至 2015 年底，公司长期借款全部为中国农业发展银行信用借款，将于 2019 年 2 月到期。

公司长期应付款主要由融资租赁构成，且主要通过售后回租协议方式取得，相关资产所有权未实质转移。截至 2015 年底，公司长期应付款 0.39 亿元，较上年下降 81.04%，主要系公司对平安租赁和远东宏信融资租赁款的陆续到期所致。公司融资租赁款已计入有息债务及相关指标计算。

2014~2015 年，公司全部债务分别为 11.05 亿元和 11.39 亿元。其中，债务结构由 2014 年底的长期债务为主（长期债务占比 64.41%）转为 2015 年底的短期债务为主（短期债务占比 65.44%），公司债务结构有所变化。截至 2015 年底，公司短期债务为 7.45 亿元，长期债务为 3.94 亿元；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 25.99%、14.65%和 5.60%，分别较 2014 年下降 6.65 个百分点，0.33 个百分点和 4.59 个百分点。截至 2015 年底，公司有息负债水平不高，资产负债率较低，长期债务水平较低。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 31.03 亿元，较 2015 年底增长 33.15%。主要是公司 2016 年 2 月发行了中期票据“16 邢台路桥 MTN001”10.00 亿元。公司全部债务有所增长，截至 2016 年 3 月底为 19.93 亿元，较 2015 年底增长 8.54 亿元。其中长期债务和短期债务分别为 13.94 亿元和 6.00 亿元，长期债务占比回升至 69.92%。全部债务资本化比率和资产负债率分别上升至 23.00%和 31.74%。

总体看，2015 年公司负债规模有所下降，流动负债比例有所提升，公司长短期债务结构有所调整；但公司资产负债率仍处于较低水平，有息负债规模较小，偿债压力不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受其他应付款和应付账款的快速下降影响，截至 2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 277.98%和 207.14%，较 2014 年底分别上升 36.57 个和 24.31 个百分点；2015 年公司经营现金流动负债比为 7.91%，经营净现金流对流动负债的保障能力较弱。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 368.52%和 265.75%，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标来看，受公司营业收入规模有所下降带来的利润总额规模有所下降影响。2015 年，公司 EBITDA 为 8.05 亿元，较 2014 年底下降 5.25%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 8.20 倍，较 2014 年有所增长。2014~2015 年公司全部债务/EBITDA 分别为 1.30 和 1.41 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保 5.06 亿元，担保比率 7.62%。被担保方均为邢台市国有企业或公司关联企业，经营情况良好，公司对外担保风险较低。

表 6 公司对外担保明细(单位：亿元）

被担保单位	担保到期日	担保金额
邢台道桥建设工程有限公司	2016-12-15	19990.00
	2016-09-30	3800.00
邢台市华衡公路工程集团有限公司	2016-04-01	8815.00
邢台路桥交通设施有限公司	2016-09-04	2000.00
	2016-05-18	1900.00
河北顺德投资集团有限公司	2016-11-30	6000.00
邢台路桥房地产开发有限公司	2016-06-17	2100.00
邢台市宏信昌公路材料有限公司	2016-11-29	2000.00
邢台市正阳建筑安装有限公司	216-12-28	2020.00
河北朴树农业科技有限公司	2017-02-07	2000.00
合计	**--**	**50625.00**

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2016 年 3 月底，不存在影响公司经营的重大未决诉讼。

截至 2016 年 3 月底，公司在各家商业银行授信总额 18.64 亿元，其中尚未使用额度 9.85 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G10130502000031509），截至 2016 年 07 月 12 日，公司有 3 笔已结清关注类贷款，据相关银行出具的说明，2 笔关注由于国家经济及行业政策造成，1 笔为银行系统问题造成，公司已按时偿还相关贷款，公司无未结清不良信贷信息记录。总体看，过往债务履约情况良好。

6. 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。

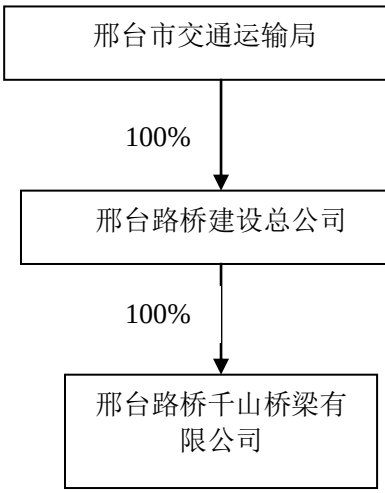
十、债券偿债能力

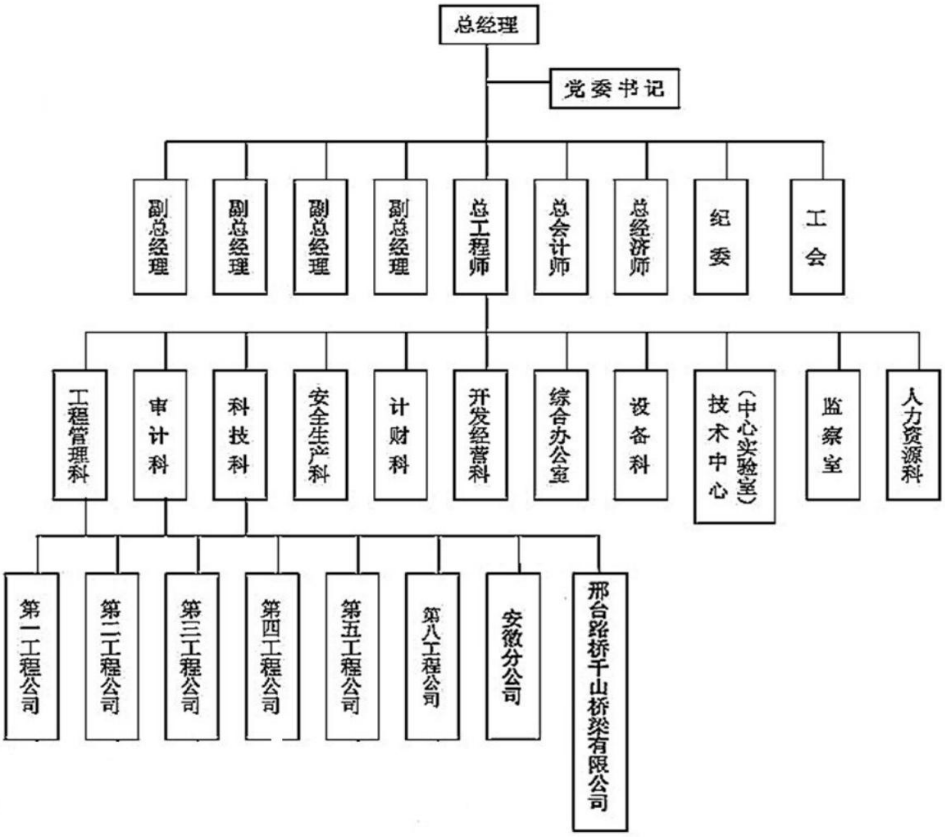
公司发行的“16 邢台路桥 MTN001”到期一次偿还本金 10 亿元；公司 2015 年公司经营活动现金流入为待偿还中期票据本金的 4.41 倍；公司 EBITDA 为待偿还中期票据本金的 0.87 倍。公司经营活动现金流入量对待偿还中期票据的保障能力较强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持 “16 邢台路桥 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.39	2.89	3.10	5.85
资产总额(亿元)	92.37	93.12	89.68	97.77
所有者权益(亿元)	58.86	62.74	66.38	66.74
短期债务(亿元)	1.94	3.92	7.45	6.00
长期债务(亿元)	9.09	7.13	3.94	13.94
全部债务(亿元)	11.03	11.05	11.39	19.93
营业收入(亿元)	33.30	47.55	42.44	3.65
利润总额(亿元)	3.99	5.22	4.88	0.50
EBITDA(亿元)	6.78	8.50	8.05	--
经营性净现金流(亿元)	1.80	1.77	1.53	-5.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.14	2.36	1.57	--
存货周转次数(次)	0.83	1.65	2.18	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.51	0.46	--
现金收入比(%)	94.11	60.59	101.85	99.27
营业利润率(%)	29.95	24.14	26.53	29.49
总资本收益率(%)	6.04	6.75	5.94	--
净资产收益率(%)	5.03	6.18	5.48	--
长期债务资本化比率(%)	13.38	10.20	5.60	17.27
全部债务资本化比率(%)	15.78	14.98	14.65	23.00
资产负债率(%)	36.27	32.63	25.99	31.74
流动比率(%)	219.71	241.41	277.98	368.52
速动比率(%)	104.18	182.83	207.14	265.75
经营现金流动负债比(%)	7.35	7.63	7.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.41	7.67	8.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.63	1.30	1.41	--

注：　1. 2016 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 融资租赁款已纳入有息债务及相关指标计算。

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

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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。