信用等级公告

联合[2018] 1764 号

联合资信评估有限公司通过对邢台路桥建设总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持邢台路桥建设总公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 邢台路桥 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

邢台路桥建设总公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16邢台路桥MTN001	10亿元	2021/02/04	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018年7月20日

财务数据

项　目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	3.10	8.24	12.17	19.36
资产总额(亿元)	89.68	102.47	122.02	127.21
所有者权益(亿元)	66.38	69.87	72.23	72.63
短期债务（亿元）	7.45	3.31	8.39	10.27
长期债务（亿元）	3.94	20.77	32.76	38.46
全部债务(亿元)	11.39	24.08	41.15	48.72
营业收入(亿元)	42.44	38.89	39.07	5.83
利润总额(亿元)	4.88	3.78	3.31	0.52
EBITDA(亿元)	8.05	7.24	6.93	-
经营性净现金流(亿元)	1.53	1.05	0.37	0.65
营业利润率(%)	26.53	23.06	23.27	23.32
净资产收益率(%)	5.48	4.18	3.22	--
资产负债率(%)	25.99	31.81	40.81	42.91
全部债务资本化比率(%)	14.65	25.63	36.29	40.15
流动比率(%)	277.98	535.32	476.34	537.87
经营现金流动负债比(%)	7.91	8.89	2.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	3.33	5.93	--
EBITDA利息倍数（倍）	8.20	6.08	4.63	--

分析师

张龙景　王 超

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

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，公司业务经营稳定，项目储备较为充足，在河北省路桥建设领域保持着一定的规模和竞争优势。同时，联合资信也关注到公司应收款项、存货占比较高，资产质量一般，盈利能力较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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继续开发PPP市场。公司未来经营有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“16邢台路桥MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，河北省经济稳定发展，固定资产投资保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为河北省省内道路施工企业，主业突出，施工资质等级较高，同时具备一定的技术研发能力。
3. 跟踪期内，公司新签合同额大幅增长，在手合同额规模较大，项目储备充足。

关注

1. 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，未来或增加公司运营资金需求。
2. 公司应收款项、存货占比较高，对公司资金周转带来一定压力。

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。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司出资人及实际控制人未发生变化，仍为邢台市交通运输局。截至 2018 年 3 月底，公司注册和实收资本均为 42.54 亿元，邢台市交通运输局持股 100.00%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设综合办公室、审计科、科技科、人力资源科、计财科等 11 个职能部门；下辖 8 家全资子公司；公司在职员工共 2438 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 122.02 亿元，所有者权益合计 72.23 亿元（含少数股东权益 0.58 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 39.07 亿元，利润总额 3.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 127.21 亿元，所有者权益合计 72.63 亿元（含少数股东权益 0.59 亿元）；2018 年一季度，公司实现营业收入 5.83 亿元，利润总额 0.52 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、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，联合资信所评公司存续债券“16 邢台路桥 MTN001”尚需偿还债券本金 10.00 亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付“16 邢台路桥 MTN001”利息。“16 邢台路桥 MTN001”募集资金全部用于补充流动资金，截至 2018 年 3 月底已全部使用完毕。

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
16 邢台路桥 MTN001	10.00	10.00	2016/02/04	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

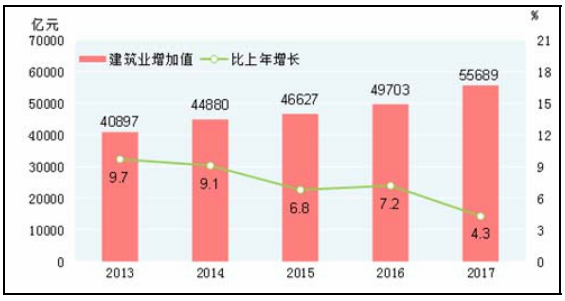
1.　行业概况

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）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，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，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1　2013~2017 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

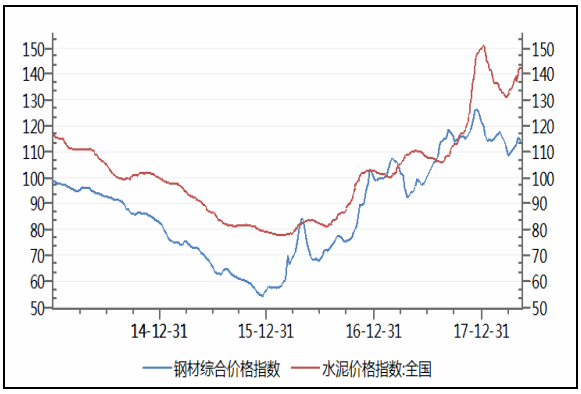
（2）上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其

主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源： 中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

（3）建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能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

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 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	
地方性国企	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	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改

	南通二建	制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	龙信建设	
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：联合资信根据公开资料整理

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 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）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，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，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形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，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。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游

需求量在中长期内仍将保持稳定。

2. 区域经济

公司在河北省道路建设方面具较强竞争优势，2016~2017 年主营业务收入来自河北省的占比均在 50%以上，河北省经济发展水平对公司经营影响较大。

2017 年，河北省生产总值实现 35964.0 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 3507.9 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 17416.5 亿元，增长 3.4%；第三产业增加值 15039.6 亿元，增长 11.3%。第一产业增加值占全省生产总值的比重为 9.8%，第二产业增加值比重为 48.4%，第三产业增加值比重为 41.8%。全省人均地区生产总值为 47985 元，比上年增长 6.0%。

2017 年，河北省全社会固定资产投资完成 33406.8 亿元，比上年增长 5.2%。其中，固定资产投资(不含农户)33012.2 亿元，增长 5.3%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资 1648.0 亿元，比上年增长 7.0%；第二产业投资 16157.8 亿元，增长 2.5%；第三产业投资 15206.5 亿元，增长 8.3%。基础设施投资 8232.7 亿元，增长 15.3%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 24.9%。

2018 年一季度，河北省实现生产总值 7564.0 亿元，增长 6.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。其中，第一产业增加值 586.7 亿元，增长 3.8%，比上年同期提高 0.4 个百分点；第二产业增加值 3416.3 亿元，增长 2.4%，比上年同期回落 1.7 个百分点；第三产业增加值 3561.0 亿元，增长 10.1%，比上年同期回落 0.1 个百分点。固定资产投资（不含农户）比上年同期增长 6.0%，增速与 1-2 月份持平。

总体看，随着河北省经济的稳定发展以及京津冀一体化政策的推行，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，拥有良好的发展前景。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司出资人和出资情况未发生变化，实际控制人仍为邢台市交通运输局。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司业务资质齐全，建设施工经验不断积累，获得多项荣誉，保持着较强的竞争力。

跟踪期内，公司仍主要从事公路、市政、桥梁、隧道工程承建，具有国家公路施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质（限施工 1、2、4 项）；公路路面、工程路基、桥梁、隧道、公路交通工程（公路安全设施）专业承包一级资质；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。

跟踪期内，公司签约合同额大幅增长，在手合同规模较大，省外业务收入占比增至 49.35%，施工毛利率保持行业较好水平。公司荣获一项河北省建设工程安济杯奖（省优质工程）、三项邢台市建设工程金牛杯奖“市优质工程”，获得 2017 年度“丝路交通杯”劳动竞赛建设杯优胜单位称号。

3. 技术水平

跟踪期内，为更好的鼓励科技创新，推动研究和开发各项重点技术，公司加大科研投入，2017 年公司科研经费投资额 4887 万元，同比增长 155.86%，新增两项实用新型专利：拼装式钢制组合桥墩和一种装配式钢。

截至 2018 年 3 月底，公司拥有有效专利 59 项，其中发明 24 项、实用新型专利 35 项。

表 3 截至 2018 年 3 月底公司持有的重大专利

专利名称	申请时间
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
拼装式钢制组合桥墩	2017年4月
一种装配式钢-混结构的地下管廊	2017年5月

资料来源：公司提供

4．企业信用记录

跟踪期内，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（银行版，机构信用代码：G10130502000031509），截至 2018 年 05 月 02 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 2018 年 6 月 1 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、高级管理人员、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司仍以建筑施工为主业，收入规模保持稳定，毛利率仍处于行业较好水平。

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建设，其他业务主要为房屋租赁。2017 年，公司工程施工收入 38.83 亿元，较上年变动较小；工程施工毛利率 23.68%，较上年略有下降，主要系原材料成本上涨。2018 年一季度，公司实现营业收入 5.83 亿元，毛利率 23.97%。

表4　2016～2018年一季度公司营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	38.72	24.61	38.83	23.68	5.83	23.97
其他业务	0.17	33.27	0.24	26.79	0	0
合计	**38.89**	**24.65**	**39.07**	**23.70**	**5.83**	**23.97**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

2017 年公司新签合同额 112.82 亿元，其中 PPP 类项目新签合同额 83.47 亿元。公司新签合同额同比增长 151.94%，主要系 2016 年公司大力开发市场，储备了几个大项目，2017 年储备项目落地，新签合同额增加。当期公司完成施工产值 39.07 亿元，同比增长 0.46%。公司加大省外业务开拓力度，省外工程施工收入占比由上年 28.91%增至 49.35%。

2018 年一季度，公司新签合同额 17.56 亿元，完成施工产值 5.83 亿元。

跟踪期内，公司施工项目获取渠道、保证金支付比例、工程预付款收取比例以及收入确认方式等未发生大的变化。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。跟踪期内，公司原材料采购流程、供应商管理方面未发生变化，前五大供应商有所调整，主要系公司根据项目所在地，就近选择供应商。

表5　2016~2017年公司前五大材料供应商情况（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
2016 年	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	10778.69	32.15
	北京华铁建贸易有限公司	钢材	3165.86	11.64
	巨鹿县诚磊建筑材料销售处	水泥	2565.25	10.30
	宁津县杜集镇兴旺沙石料厂	沙石料	2657.89	8.28
	承德恒森商贸有限公司	水泥	1145.13	4.60
	合计	--	**20312.82**	--
2017 年	新疆瑞德物资有限公司	沥青	4012.30	9.48
	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	3885.14	9.18
	北京华铁建贸易有限公司	钢材	2059.14	5.97
	河北仙翁水泥股份有限公司	水泥	1985.14	6.08
	衡水风顺交通设施有限公司	钢材	1799.95	5.22
	合计	--	**13741.67**	--

资料来源：公司提供.

跟踪期内，公司积极开拓 BOT 和 PPP 市场，截至 2018 年 3 月底，公司已签下四川宜宾高速和迁曹高速两个 BOT 项目及宁津县村级公路改造工程、漯河市城乡一体化示范区沙河沿岸综合整治等 PPP 项目，项目总投资 413.93 亿元，签约施工总承包合同金额 231.02 亿元。公司根据具体项目的投资协议或后续补充协议，分批、按比例投资，2018 年、2019 年公司计划股本金投资规模分别为 8.61 亿元、5.07 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司在手未完工合同总额约为 277.21 亿元，其中 BOT 项目在手未完工合同额 151.49 亿元，PPP 项目在手未完工合同额 79.53 亿元，公司在建项目共计 152 个。从项目数量看，传统施工招标项目占比高；从合同总额看，由公司承接的 BOT、PPP 项目的施工合同额占比较高。公司新开拓的 BOT 项目对公司业绩提升具有积极的影响，但随着业务转型，公司未来资金需求量将显著增加。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司前五大在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目类型	委托业主	计划工期	公司签约施工合同金额	已完成合同额
1	宜宾至彝良高速公路（四川境）	BOT 项目	宜宾伊力宜照高速公路投资有限公司	2015.05~2019.05	99.24	5.15
2	宜宾城市过境高速公路西段	BOT 项目	宜宾伊力宜照高速公路投资有限公司	2015.12~2018.12	21.80	3.83
3	迁曹高速公路一合同	BOT 项目	宜宾伊力宜照高速公路投资有限公司	2017.12~2019.12	21.01	0.30
4	迁曹高速公路二合同	BOT 项目	宜宾伊力宜照高速公路投资有限公司	2017.12~2019.12	9.45	0.38
5	连霍高速（G30）改扩建工程第 WKGJ-2 标段	--	新疆交通投资有限责任公司	2016.11~2019.11	8.39	5.05
合计		--	--	--	**159.89**	**14.71**

资料来源：公司提供

3. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数 1.66 次，较上期略有提升；存货周转次数 1.47 次，较上期有所下降，系尚未确认收入的完工部分增加所致；总资产周转次数 0.35 次，较上期略有下降。总体看，公司各项经营效率指标处行业较低水平，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

公司提供了 2017 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。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年新设子公司 5 家，其中全额出资 3 家。新纳入合并范围子公司规模较小，公司财务报表数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，存货占比有所增加，资产仍以应收款项、存货、无形资产为主，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 122.02 亿元，同比增长 19.08%，主要系货币资金、其他应收款、存货以及在建工程增长所致。公司仍以流动资产为主。

2017年底，公司流动资产80.28亿元，同比增长27.00%，主要来自货币资金、其他应收款和存货的增长。公司货币资金12.17亿元，同比增长47.74%，其中受限资金1.04亿元。应收账款23.64亿元，同比增长1.40%，从账龄上看，1年以内的占64.39%、1~2年的占3.37%、2年以上占32.24%；累计计提坏账准备2.03亿元，计提比例8.59%；欠款方前五名占69.77%，集中度较高，欠款方主要为政府单位，回款风险较低。其他应收款16.21亿元，同比增长28.78%，主要系往来款和质保金增加所致，欠款方前五名合计占69.57%，集中度较高；账龄在1年以内款项占比91.91%，账龄较短。存货24.82亿元，同比增长56.91%，主要系工程施工投入增加所致，存货主要为工程施工（占62.09%）和库存商品（占37.35%），库存商品为公司取得的出让用地。

表 7　公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.24	8.04	12.17	9.97	19.36	15.22
应收账款	23.31	22.75	23.64	19.37	22.36	17.58
其他应收款	12.59	12.29	16.21	13.29	15.68	12.33
存货	15.82	15.44	24.82	20.34	24.78	19.48
流动资产	**63.22**	**61.69**	**80.28**	**65.79**	**85.75**	**67.41**
投资性房地产	7.46	7.28	8.10	6.64	8.10	6.37
无形资产	23.68	23.11	21.91	17.96	21.47	16.88
非流动资产	**39.25**	**38.31**	**41.74**	**34.21**	**41.46**	**32.59**
资产总额	**102.47**	**100.00**	**122.02**	**100.00**	**127.21**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2018 年一季度报表

2017 年底，公司非流动资产 41.74 亿元，同比增长 6.34%，主要系在建工程增加所致。长期股权投资 3.83 亿元，主要为对迁曹高速项目公司的股权投资。投资性房地产 8.10 亿元，同比增长 8.52%。在建工程 4.03 亿元，同比增长 200.01%，主要系漯河市城乡一体化示范区沙河沿岸综合整治 PPP 项目以及宁津县村级公路改造工程 PPP 项目投入增加。无形资产 21.91 亿元，已累计摊销 14.67 亿元，主要由专利技术（占 98.31%）构成。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 6.66 亿元，占总资产 5.46%，其中货币资金质押 1.04 亿元，投资性房地产抵押 5.61 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 127.21 亿元，较 2017 年底增略有增长，主要系货币资金增加，其他科目变动较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动较小，有息负债大幅增长，目前整体债务负担尚可。

较 2016 年，2017 年以及 2018 年一季度公司所有者权益规略有增长，主要系未分配利润增加，其他科目变动较小，所有者权益较稳定。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016		2017		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.31	10.15	4.86	9.76	5.56	10.18
应付票据	0.00	0.00	3.53	7.09	4.71	8.63
流动负债	**11.81**	**36.23**	**16.85**	**33.85**	**15.94**	**29.21**
长期借款	0.00	0.00	7.96	15.98	13.65	25.00
应付债券	20.77	63.71	24.80	49.81	24.81	45.46
非流动负债	**20.79**	**63.71**	**32.94**	**66.15**	**38.64**	**70.79**
负债合计	**32.60**	**100.00**	**49.79**	**100.00**	**54.58**	**100.00**
实收资本	42.54	60.89	42.54	58.90	42.54	58.58
资本公积	10.64	15.23	10.64	14.73	10.64	14.65
未分配利润	14.51	20.77	16.68	23.09	17.07	23.50
所有者权益	**69.87**	**100.00**	**72.23**	**100.00**	**72.63**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及 2018 年一季度报表

2017 年底，公司负债总额 49.79 亿元，同比增长 52.75%，主要系应付票据、长期借款和应付债券增长所致。较 2016 年底，非流动负债占比增加。

2017 年底，公司流动负债 16.85 亿元，同比增长 42.72%，主要系应付票据增长所致。短期借款 4.86 亿元，同比增长 46.87%，其中抵押借款 3.48 亿元、保证借款 1.38 亿元。本期新增应付票据 3.53 亿元。应付账款 3.67 亿元，同比增长 9.01%，主要由应付材料款（占 51.23%）和工程款（占 33.24%）构成。

2017 年底，公司非流动负债 32.94 亿元，同比增长 58.44%，主要系长期借款增长所致。本期新增长期借款 7.96 亿元，其中质押借款 3.50 亿元、保证借款 3.19 亿元、抵押借款 1.27 亿元；应付债券 24.80 亿元，同比增长 19.42%，主要系公司发行“17 邢台路桥 PPN001”。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 54.58 亿元，较 2017 年底增长 9.61%，主要系长期借款增加所致。较 2017 年底，公司负债结构无明显变化，仍以长期借款、应付债券为主。

2017 年底，公司全部债务 41.15 亿元，同比增长 70.90%。其中短期债务 8.39 亿元、长期债务 32.76 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 40.81%、36.29%和 31.20%，较 2016 年底均大

幅上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 48.72 亿元，较 2017 年底增长 18.42%。其中短期债务 10.27 亿元、长期债务 38.46 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 42.91%、40.15%和 34.62%，较 2017 年底进一步上升。总体看，公司有息负债大幅增长，目前整体债务负担尚可。

3．盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持稳定，但利润总额下降，盈利能力仍较弱。

2017 年，公司营业收入 39.07 亿元，同比增长 0.47%；营业成本 29.81 亿元，同比增长 1.74%；营业利润率 23.27%，较上年略有上升。

从期间费用看，2017 年公司期间费用 5.85 亿元，其中管理费用 4.45 亿元，管理费用占比较高，主要系无形资产摊销所致。公司期间费用占收入比例升至 14.98%，期间费用控制能力一般。

从盈利指标看，2017 年，公司利润总额 3.31 亿元，同比减少 12.43%；净利润 2.33 亿元，同比减少 20.30%。公司总资本收益率、净资产收益率较上年均有所下降，分别为 3.37%、3.22%。公司盈利能力较弱。

2018 年一季度，公司实现营业收入 5.83 亿元，营业利润率 23.32%，实现利润总额 0.52 亿元、净利润 0.39 亿元。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量较稳定，收入实现质量较好；受施工垫资和股权投资增加影响，公司对外部融资仍存在较大依赖。

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，2017 年销售商品、提供劳务收到的现金 42.36 亿元，较上期略有减少。当期现金收入比 108.42%，收入实现质量仍较好。经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2017 年购买商品、接受劳务支付的现金 34.51 亿元，较上年略有减少。2017 年公司经营活动现金流量净额 0.37 亿元，同比减少 65.09%。

2017 年，公司投资活动现金流入极少；投资活动现金流出 3.78 亿元，主要系公司长期股权投资和在建工程投入增加所致；投资活动现金流净额-3.78 亿元。

2017 年，公司筹资活动现金流入 18.96 亿元，同比减少 25.62%，主要为取得借款和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出 11.66 亿元，同比减少 25.13%，主要为偿还银行借款、往来拆借款、长期应付款等支出的现金；筹资活动现金流量净额 7.30 亿元，同比减少 26.40%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 11.38 亿，仍以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出 10.72 亿元，仍以购买商品、接受劳务支付的现金为主；经营活动现金流量净额 0.65 亿元。投资活动现金流入、流出量极少。筹资活动现金流入 8.16 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 0.57 亿元；筹资活动现金流量净额 7.59 亿元。

5．偿债能力

公司现金类资产充裕，间接融资渠道较畅通，短期偿债能力较强；EBITDA 对全部债务的保障程度良好，整体偿债风险较小。

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率、速动比率分别为 476.34%、329.06%，较上年有所下降；经营现金流动负债比 2.17%，较上年大幅下降。2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 537.87%、382.45%，较 2017 年底均有所上升。跟踪期内，公司短期债务大幅增加，截至 2018 年 3 月底公司现金类资产能够覆盖短期债务，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司

EBITDA 为 6.93 亿元，同比减少 4.22%。全部债务/EBITDA 为 5.93 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度良好。

截至 2018 年 3 月底，公司向宁津县宁达公路工程有限公司担保 1.27 亿元，期限为 2017~2029 年；向邢台路桥千山桥梁构件有限责任公司担保 0.50 亿元，期限为 2018 年 1 月至 2018 年 12 月。公司担保比率低，为 2.45%，或有负债风险相对可控。

截至 2018 年 3 月底，公司在各家商业银行授信总额 58.26 亿元，其中尚未使用额度 28.59 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

九、存续债券偿债能力分析

公司一年内到期债券规模小，短期偿债压力小；未来偿债压力集中度较高。整体看，公司对存续期债券保障能力尚可。

公司非公开公司债券“16 邢台 01”已于 2018 年 5 月 21 日回售 7.00 亿元，债券余额 1.00 亿元。同时，公司于 2018 年 5 月 24 日发行“18 邢台路桥 PPN001”，募集资金 1.00 亿元。截至 2018 年 5 月底，公司存续债券余额 19.00 亿元，一年内到期兑付债券 1.00 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值 11.00 亿元。公司现金类资产对一年内到期债务覆盖倍数高；经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖倍数较高；EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力较弱。总体看，公司对存续期债券保障能力尚可。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

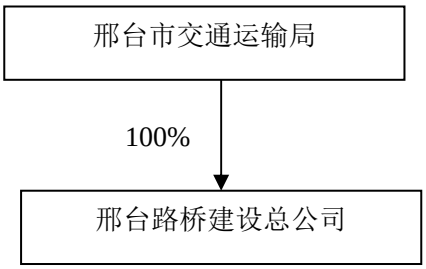
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	1.00
未来待偿债券本金峰值	11.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.17
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.94
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.63

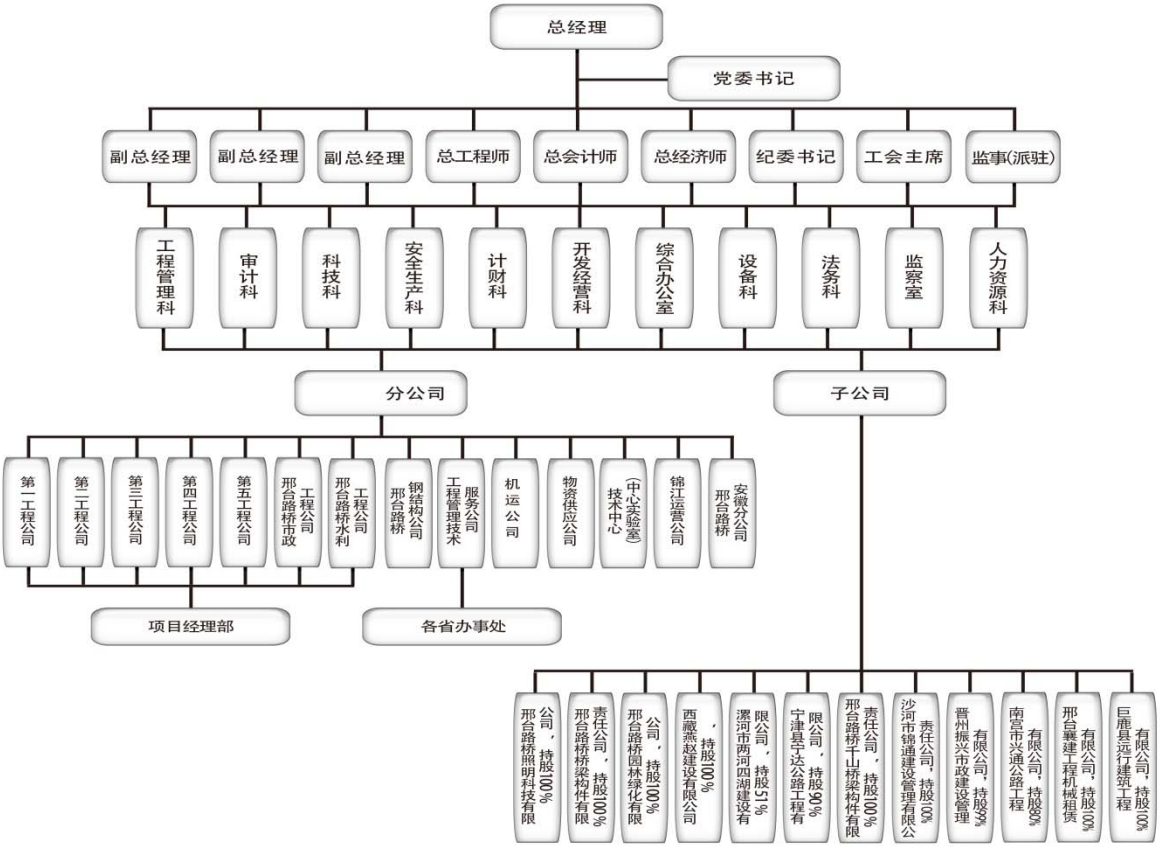
资料来源：联合资信整理。

十、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，并维持“16 邢台路桥 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织架构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.10	8.24	12.17	19.36
资产总额(亿元)	89.68	102.47	122.02	127.21
所有者权益(亿元)	66.38	69.87	72.23	72.63
短期债务(亿元)	7.45	3.31	8.39	10.27
长期债务(亿元)	3.94	20.77	32.76	38.46
全部债务(亿元)	11.39	24.08	41.15	48.72
营业收入(亿元)	42.44	38.89	39.07	5.83
利润总额(亿元)	4.88	3.78	3.31	0.52
EBITDA(亿元)	8.05	7.24	6.93	--
经营性净现金流(亿元)	1.53	1.05	0.37	0.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.57	1.57	1.66	--
存货周转次数(次)	2.18	1.99	1.47	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.40	0.35	--
现金收入比(%)	101.85	114.31	108.42	190.43
营业利润率(%)	26.53	23.06	23.27	23.32
总资本收益率(%)	5.94	4.38	3.37	--
净资产收益率(%)	5.48	4.18	3.22	--
长期债务资本化比率(%)	5.60	22.91	31.20	34.62
全部债务资本化比率(%)	14.65	25.63	36.29	40.15
资产负债率(%)	25.99	31.81	40.81	42.91
流动比率(%)	277.98	535.32	476.34	537.87
速动比率(%)	207.14	401.36	329.06	
经营现金流动负债比(%)	7.91	8.89	2.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	3.33	5.93	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.20	6.08	4.63	--

附件 3　主要财务指标的计算公式（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	
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%

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 4-1　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 4-2　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 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。