信用等级公告

联合〔2019〕2103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，维持“16邢台路桥MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十九日

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：2019年07月19日

财务数据

项　目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	8.24	12.17	16.16	20.31
资产总额(亿元)	102.47	122.02	142.32	151.94
所有者权益(亿元)	69.87	72.23	77.69	79.14
短期债务(亿元)	3.31	8.39	18.82	22.48
长期债务(亿元)	20.77	32.76	30.69	39.91
全部债务(亿元)	24.08	41.15	49.51	62.39
营业收入(亿元)	38.89	39.07	40.33	5.86
利润总额(亿元)	3.78	3.31	3.55	0.54
EBITDA(亿元)	7.24	6.93	7.71	--
经营性净现金流(亿元)	1.05	0.37	0.39	0.37
营业利润率(%)	23.06	23.27	19.66	22.12
总资本收益率(%)	4.38	3.29	3.25	--
资产负债率（%）	31.81	40.81	45.42	47.91
净资产收益率(%)	4.18	3.22	3.10	--
全部债务资本化比率(%)	25.63	36.29	38.93	44.08
流动比率(%)	535.32	476.34	269.65	295.45
经营现金流动负债比(%)	8.89	2.17	1.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.33	5.93	6.42	--
EBITDA利息倍数(倍)	6.08	4.65	4.07	--

注：2019年一季度财务报告未经审计

分析师：张龙景　马哓驭

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，公司新增公路工程施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质，新签合同额大幅增长，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资产质量一般，资金运营需求大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，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。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，维持“16邢台路桥MTN001”信用等级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. 跟踪期内，公司新增公路工程施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质，公司获得多项荣誉，区域市场竞争力较强。
3. 跟踪期内，公司新签合同额大幅增长，为公司后续收入提供保障。

关注

1. 跟踪期内，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、存货及无形资产占比较高，资产质量一般。

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、企业基本情况

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 2019 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 2019 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；公司合并范围包括 8 家子公司，17 家项目公司；公司在职员工共 2568 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 142.32 亿元，所有者权益合计 77.69 亿元（含少数股东权益 3.63 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 40.33 亿元，利润总额 3.55 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 151.94 亿元，所有者权益合计 79.14 亿元（含少数股东权益 4.69 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.86 亿元，利润总额 0.54 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 2019 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 2019 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

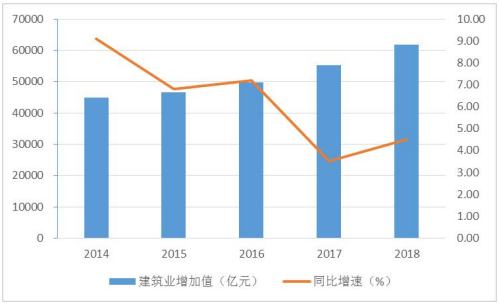
1.　行业概况

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，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 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

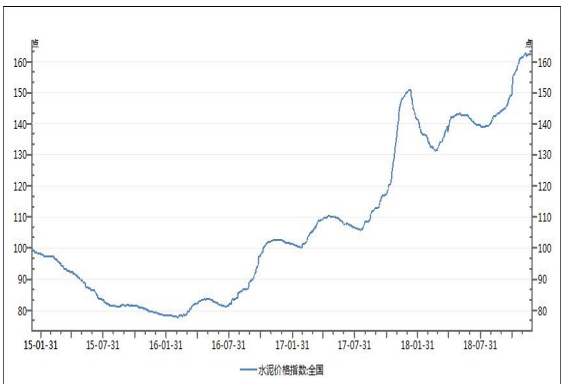
钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原

材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

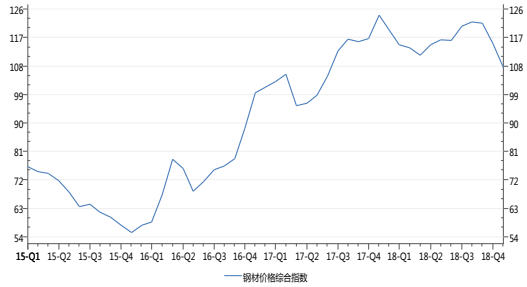
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2 近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3 近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

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；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地

方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（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。

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。

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制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	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

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、

拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

（5）建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

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

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

公司在河北省道路建设方面具较强的竞争优势，2017~2018 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。

2018 年，河北省生产总值实现 36010.3 亿元，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 3338.0 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 16040.1 亿元，增长 4.3%；第三产业增加值 16632.2 亿元，增长 9.8%。三次产业比例由上年的 9.2：46.6：44.2 调整为 9.3：44.5：46.2，第三产业比重首次超过第二产业。

2018 年，河北省固定资产投资比上年增长 5.7%。其中，固定资产投资增长 6%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年增长 1.3%；第二产业投资增长 8.7%；第三产业投资增长 4%。工业技改投资增长 8.7%，占工业投资的比重为 39.5%。基础设施投资增长 11%，占固定资产投资的比重为 24.5%。民间固定资产投资增长 4.5%，占固定资产投资比重为 75.9%。在固定资产投资项目中，总投资额亿元以上项目 6610 个，完成投资增长 11.3%，占固定资产投资的比重为 63.5%。

2018 年，固定投资中高速公路投资完成 476.8 亿元，建成通车 748 公里，居全国第一位，高速公路通车总里程达到 7279 公里，居全国第二位。截至 2018 年底，河北省普通干线公路完成投资 101 亿元，建成 639 公里；农村公路投资完成 84.8 亿元，建成 7005 公里；港口投资完成 48.6 亿元，新增通过能力 4400 万吨，总能力突破 11 亿吨，居全国第二位；机场投资完成 52.8 亿元，新增通用机场 1 个；地方铁路投资完成 41.5 亿元，新增营业里程 77 公里；场站投资完成 25.2 亿元，建成物流

园区 2 个、客运站 9 个。

2019 年一季度河北省生产总值 8164.4 亿元，同比增长 7.4%。其中，第一产业增加值 461.5 亿元，增长 1.0%；第二产业增加值 3649.7 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 4053.2 亿元，增长 8.5%。

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，公司新增公路工程施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质，公司获得多项荣誉，市场竞争力较强。

公司主要从事公路、市政、桥梁、隧道工程承建。

跟踪期内，公司新增公路工程施工总承包特级资质、公路行业设计甲级资质；截至 2019 年 3 月底，公司具有公路路面、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等资质。

跟踪期内，公司获得河北省青年安全生产示范岗、公路水运建设项目平安工程奖、天津市“海河杯”、河北省“安济杯”、邢台市“金牛杯”新疆维吾尔自治区“丝路交通杯”、交通运输部公路交通优质工程奖“李春奖”、河北省建设工程招标投标诚实守信 5A 级施工企业等一批荣誉奖项。

跟踪期内，公司未新获专利。截至 2019 年 3 月底，公司拥有专利 66 项，已全部计入无形资产科目中（账面价值 21.28 亿元），其中发明 24 项，实用新型专利 42 项。2018 年公司科研经费投资额 2888 万元。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司持有的重大专利

专利名称	申请时间
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
LED 车灯单元	2017年2月
太阳能路灯使用的 LED 驱动电路	2017年10月

资料来源：公司提供

3. 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（机构信用代码：G10130502000031509），截至 2019 年 7 月 1 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 2019 年 7 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，收入规模小幅增长，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，其他业务主要包括公路材料、钢箱梁销售等。2018年，公司营业收入为40.33亿元，同比增长3.23%。其中，工程施工收入39.89亿元，占营业收入比重为

98.91%，较上年小幅上升，工程施工毛利率为19.13%，较上年下降4.55个百分点，主要系原材料成本上涨所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入5.86亿元，相当于2018年全年的14.53%，毛利率为22.68%。

表4　2017～2019年3月公司营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	38.83	23.68	39.89	19.13	5.73	21.23
其他业务	0.24	26.79	0.44	86.06	0.13	86.06
合计	**39.07**	**23.70**	**40.33**	**19.85**	**5.86**	**22.68**

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

工程施工业务

跟踪期内，工程施工业务收入小幅增加，其中，河北省内 PPP 项目的新签合同额大幅增长带动公司 2018 年新签合同额增加;未来在建项目资金支出压力较大，公司存在较大的融资需求;公司业务转型以承接 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，公司资金管理水平面临一定挑战。

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。2018 年公司新签合同额为 147.98 亿元，同比增长 31.16%，主要是由于公司在河北省内 PPP 项目新签合同较多所致；同期，施工合同完成产值为 40.33 亿元。2019 年一季度，公司新签合同 8.33 亿元，完成施工合同产值 5.85 亿元。

从地域分布看，2018 年，公司在河北省内的新签合同金额占比大幅增长 54.72 个百分点至 70.51%，主要系公司 2018 年承接河北省内 PPP 项目且中标金额提升所致。

从获取项目的方式看，2018 年河北省内的 PPP 项目新签合同额为 72.04 亿元，同比大幅增长，主要是由于公司 2018 年成为河北省第四家拥有公路工程总承包特级资质的企业，在河北省内投标有资质优势且 2018 年公司中标新机场北线高速公路廊坊段 PPP 项目，中标金额 42.35 亿元，带动河北省内的 PPP 项目的中标金额大幅增长；2018 年河北省外的 PPP 项目新签合同额下降 37.39%，主要系外省 PPP 项目贷款的融资难度增加，公司只能被动调整省外 PPP 项目的投资策略所致。

2019 年 1~3 月，公司未通过 PPP 方式获取项目，主要系公司从 2019 年 3 月后开始进行 PPP 项目投标所致。

表5　2017~2018年及2019年1~3月新签合同情况

（单位：亿元）

业务类别	项目类型	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
河北省内	施工招标	19.93	32.30	7.90
	PPP	6.89	72.04	--
	小计	**17.82**	**104.34**	**7.90**
河北省外	施工招标	42.83	16.62	0.43
	PPP	43.17	27.03	--
	小计	**86.00**	**43.65**	**0.43**
合计		**112.82**	**147.98**	**8.33**

资料来源：公司提供

原材料采购方面，国家加大环保整治力度，部分耗能较高、污染较大的材料因去产能、停产限产或更新生产设备等原因，价格呈上涨趋势，公司采购成本有所上升，2018 年，公司采购的沥青、水泥和钢材成本价格分别小幅上升至 4150.00 元/吨、384.65 元/吨和 3895.00 元/吨。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6　2017~2018年公司主要材料供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购项目	采购金额	占同类采购总额比例	采购单价
2017 年	新疆瑞德物资有限公司	沥青	4012.30	9.48	4008.21 元/吨
	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	3885.14	9.18	
	河北仙翁水泥股份有限公司	水泥	1985.14	6.08	324.85 元/吨
	北京华铁建贸易有限公司	钢材	2059.14	5.97	3252.75 元/吨
	衡水风顺交通设施有限公司	钢材	1799.95	5.22	
	合计	--	**13741.67**	--	--
2018 年	北京华铁建贸易有限公司	钢材	7215.72	12.92	3895.00 元/吨
	邢台市宏信昌公路材料有限公司	沥青	9328.25	37.16	4150.00 元/吨
		水泥	2743.39	11.17	384.65 元/吨
	合计	--	**19287.36**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目包括新机场北线高速公路廊坊段二合同项目、环城公路前期施工指挥部项目、镇平县城市客运交通系统综合体建设工程项目等，公司在建的前十大项目合同金额为 109.79 亿元，截至 2019 年 3 月底完成额 35.35 亿元，后续需投资额为 74.44 亿元，未来在建项目资金支出压力较大，公司存在较大的融资需求。公司前十大在建项目情况如下表所示：

表 7　截至 2019 年 3 月底公司前十大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	委托业主	项目类型	计划工期	合同金额	2019 年 3 月底完成额	后续投资额
迁曹高速公路	河北迁曹高速公路开发有限公司	BOT	2017.12~2019.12	21.01	5.06	15.95
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	PPP	2019.1~2019.12	15.97	0.40	15.57
环城公路前期施工指挥部	邢台市公路工程管理处	施工招标	2017.5~2018.12	15.11	14.46	0.65
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	PPP	2019.1~2021.1	10.25	0.50	9.75
迁曹高速公路二合同	河北迁曹高速公路开发有限公司	BOT	2017.12~2019.12	9.45	4.15	5.30
殷都区 S303 中轴线北延 S301PPP 项目部	安阳市鼎易工程管理有限公司	PPP	2018.1~2020.1	9.26	1.25	8.01
连霍高速（G30）新疆境内乌鲁木齐至奎屯段改扩建工程第 WKGJ-2 标段	新疆交通投资有限责任公司	施工招标	2016.11~2019.11	8.39	7.04	1.35
赵王大街北段道路工程项目经理部	邯郸瀛信工程项目管理有限公司	PPP	2018.8~2021.8	7.62	0.50	7.12
枣强县教育园区综合管廊(一期)和道路基础设施	枣强县振德建设管理有限公司	PPP	2019.4~2021.4	6.04	0.64	5.40
晋州市城市道路提升工程项目经理部	晋州振兴市政建设管理有限公司	PPP	2018.4~2020.4	6.69	1.35	5.34
合计	--	--	--	**109.79**	**35.35**	**74.44**

资料来源：公司提供

除了传统的施工招标方式外，公司也通过 BOT 和 PPP 等模式来提高订单获取能力。BOT 是指政府通过契约授予企业以一定期限的特许专营权，许可其融资建设和经营特定的公用基础设施，并准许其通过向用户收取费用或出售产品以清偿贷款，回收投资并赚取利润；特

许权期限届满时，该基础设施无偿移交给政府。以迁曹高速公路项目为例，项目计划 2020 年完工，投资总额为 107.32 亿元，河北交通投资集团公司、邢台路桥建设总公司、汇通路桥建设集团有限公司、河北路桥集团有限公司、河北省交通规划设计院、北京云星宇交通科技股份有限公司组成联合体作为项目投资人，组建河北迁曹高速公路有限公司，出资比例分别为 45.00%、25.00%、20.00%、8.00%、1.00%和 1.00%。联合体成员负责项目资金筹措、建设管理和运营管理。迁曹高速公路项目业主为河北迁曹高速公路有限公司，公司签约施工总承包金额为 30.46 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成工程投资额 9.21 亿元，公司收到项目业主款项为 7.88 亿元。项目后续资金需求为 21.25 亿元，资金主要来源为项目业主拨款和银行贷款。迁曹高速公路项目建成后，移交给项目业主河北迁曹高速公路有限公司运营管理，项目运营年限共 25 年。公司承建此项目的收益主要来源于施工总承包收入，此外，公司持有河北迁曹高速公路有限公司的股权为 25.00%(此项目计入“长期股权投资”)，公司按照出资比例享有项目公司运营期间的收益。

PPP 项目主要是公司作为社会资本方和其他各方出资组成项目公司，项目公司负责设计、投融资、建设、维护和运营等。合作期满后项目公司将项目移交给实施机构或政府指定机构。PPP 项目期限较长，存在入库及政策变更、融资及成本管控风险。截至 2019 年 3 月底，公司 PPP 项目全部入库（财政部库）。隆尧县 2017 年农村公路改建工程和省道德昔线（S341）隆尧县城至京港澳高速内丘互通段改造工程 PPP 项目，公司控股比例为 25.00%，因为是非控股方，此项目没有并表，计入“长期股权投资”，其他 PPP 项目都已并表（计入“在建工程”）。已完工的 PPP 项目由“在建工程”结转至“无形资产”后每年进行无形资产摊销，截至 2019 年 3 月底，PPP 项目均处于建设期。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。

截至 2019 年 3 月底，公司已签订的 BOT/PPP 项目共 18 个（其中 BOT 项目 1 个，PPP 项目 17 个），项目总投资额 261.10 亿元，公司签约施工合同金额为 125.36 亿元，公司资本金比例在 20~30%，公司股权投资总额为 17.91 亿元，BOT/PPP 项目业主均为项目所在地的当地政府。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司已签订的 BOT/PPP 项目（单位：亿元、年、月、%）

项目	建设期	项目投资总额	已完成投资额	签约施工合同金额	公司持有资本金比例	公司股权投资额	公司持有股权比例	投资金额/预计投资金额		
								2018	2019	2020
漯河市城乡一体化示范区沙河沿岸综合整治 PPP 项目	2017.3~2018.12[1]	10.80	4.16	5.16	20.00	1.12	51.00	1.25	3.00	3.87
宁津县村级公路改造工程 PPP 项目	2016.4~2019.12	3.20	2.86	3.01	20.00	0.58	90.00	0.01	--	--
沙河市纬三路淮庄至邢峰线大中修 PPP 项目	2017.9~2017.11	0.90	0.83	0.82	20.00	0.17	100.00	0.66	--	--
南宫市 2016 年农村公路路网改造升级工程 PPP 项目	2018.12~2019.12	2.18	1.93	1.94	20.00	0.35	80.00	1.04	0.30	0.46
省道 219 线灯笼河子—赤峰段公路工程 PPP 项目	2018.1~2020.1	8.50	2.23	5.65	20.00	1.68	99.00	1.76	4.50	2.10
安阳市殷都区 S303 安姚路拓宽工程、产业集聚区中轴线北延工程和新 S301 改扩建工程 PPP 项目	2018.1~2020.1	14.74	0.26	9.26	20.00	1.05	90.00	0.21	7.50	7.00
晋州市住房和城乡建设局河北省石家庄市晋州市城市道路提升工程项目	2018.4~2020.4	8.24	2.71	6.69	20.00	1.12	99.00	2.33	3.00	2.80

[1]该项目由于项目业主配合漯河当地政府进行环保治理导致施工期限延长

邯郸市赵王大街道路工程（邯临公路至人民路段）	2018.8~2021.8	8.41	0.18	7.62	20.00	0.40	66.92	0.14	4.00	4.00
宁津县道路改造 PPP 项目	2017.6~2020.1	3.93	0.66	3.52	20.00	0.71	90.00	0.32	2.00	0.98
腾陇高速公路盈江出口延长线 PPP 项目	2018.10~2019.10	4.13	0.04	2.96	20.00	0.44	80.00	0.02	2.10	1.98
河北省晋州市农村路网改造提升工程（晋州市城乡交通运输一体化基础设施）PPP 项目	2018.4~2020.4	5.20	0.12	4.28	20.00	0.50	99.00	--	2.50	2.69
新机场北线高速公路廊坊段 PPP 项目	2019.1~2019.12	42.35	1.31	16.25	20.00	2.22	51.59	0.34	38.00	3.24
南宫市第二批农村公路路网改造升级工程 PPP 项目	2018.12~2019.12	3.02	0.12	2.66	20.00	0.42	90.00	--	2.90	0.11
河北黄骅经济开发区基础设施建设 PPP 项目	2019.1~2020.12	5.36	0.11	4.58	20.00	0.47	94.90	--	2.00	3.28
镇平县城市交通系统综合体建设 PPP 项目	2019.1~2021.1	14.47	0.17	10.25	21.00	0.32	90.00	0.03	6.00	8.40
枣强县教育园区综合管廊（一期）和道路基础设施 PPP 项目	2019.1~2020.12	7.69	0.20	6.04	21.00	0.60	90.00	0.06	3.50	4.10
河北迁曹高速公路开发有限公司（BOT 项目）	2017.12~2021.12	112.56	47.62	30.46	28.00	5.48	25.00	9.55	36.00	28.94
隆尧县 2017 年农村公路改建工程 PPP 项目	2017.12~2021.12	5.43	3.90	4.22	20.00	0.27	25.00	2.50	1.20	0.33
合计		**261.10**	**69.41**	**125.36**	**--**	**17.91**	**--**	**20.23**	**118.50**	**74.28**

注：以上统计口径均为 PPP 项目公司

资料来源：公司提供

其他业务

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

3．经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数 1.51 次，较上年略有下降；存货周转次数 1.29 次，同比有所下降，系尚未确认收入的完工部分增加所致；总资产周转次数 0.31 次，同比略有下降。总体看，跟踪期内公司各项经营效率指标均有所下降，经营效率有待提高。

4．未来发展

公司未来将由传统的生产施工型向投资生产经营型转变，实现公司发展转型目标。公司在完成已签约项目的同时继续开发 PPP 市场。另外，公司将“综合管理体系提升”作为后期一项重点工作，通过对组织架构、制度体系、运行机制、岗位薪酬等的综合优化，建立起现代企业管理模式和运行机制。总体看，公司业务转型将带来营运资金需求量增加，后期面临较大筹资压力。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年公司纳入合并范围的子公司共 25 家，较上年增加 11 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，公司资产中应收账款、存货和无形资产占比较大，对公司资产流动性造成一定影响，整体资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 142.32 亿元，同比增长 16.64%，主要系货币资金、应收账款、存货以及在建工程增长所致。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.17	9.97	16.16	11.35	20.31	13.37
应收账款	23.64	19.37	29.74	20.90	28.93	19.04
其他应收款	16.21	13.29	13.82	9.71	14.42	9.49
存货	24.82	20.34	25.16	17.68	25.83	17.00
流动资产	**80.28**	**65.79**	**89.56**	**62.93**	**95.32**	**62.74**
长期股权投资	3.83	3.14	5.48	3.85	5.48	3.61
投资性房地产	8.10	6.64	8.11	5.70	8.11	5.34
在建工程	4.03	3.30	14.57	10.24	18.27	12.02
无形资产	21.91	52.50	21.01	14.76	21.28	14.01
非流动资产	**41.74**	**34.21**	**52.76**	**37.07**	**56.61**	**37.26**
资产总额	**122.02**	**100.00**	**142.32**	**100.00**	**151.94**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1~3 月报表整理

截至2018年底，公司流动资产为89.56亿元，同比增长11.55%，主要来自货币资金、应收账款和存货的增长。

截至2018年底，公司货币资金16.16亿元，同比增长32.80%，主要为银行存款，受限资金2.09亿元。同期，公司应收账款为29.74亿元，同比增长25.80%。从账龄上看，1年以内的占88.79%、1~2年的占5.08%、2~3年的占0.63%、3年以上的占5.50%；累计计提坏账准备0.62亿元；从集中度来看，欠款方前五名占应收账款余额的62.86%，集中度较高，考虑到欠款方主要为邢台市公路工程管理处、邢台市邢衡高速公路管理处等公路管理机关，回款风险较低，但对公司资金形成一定的占用。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 13.82 亿元，同比下降 14.74%，主要系往来款和质保金减少所致。公司其他应收款主要由质保金（占 22.35%）、往来款（占 54.63%）、保证金（占 13.98%）和备用金（占 9.04%）构成。欠款方前五名合计占 64.49%，集中度较高；账龄在 1 年以内款项占比 86.93%，账龄较短。

表 10　2018 年底公司其他应收款主要客户情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占比
邢台市公路工程管理处	2.96	1 年以内	21.16
邢台市宏信昌公路材料有限公司	2.00	1 年以内	14.30
邢台路桥房地产开发有限公司	1.69	1 年以内	12.08
邢台道桥建设工程有限公司	1.59	2 年以内	11.38
西藏自治区交通运输厅	0.78	2 年以内	5.57
合　计	**9.02**	**--**	**64.49**

数据来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货为 25.16 亿元，同比增长 1.36%，主要系工程施工投入增加所致。从构成看，工程施工占 58.62%和库存商品占 36.85%。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。

截至 2018 年底，公司长期股权投资合计 5.48 亿元，主要为对河北迁曹高速公路开发有限公司和隆尧县致途交通建设有限公司的股权投资。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 8.11 亿元，同比变动不大。公司投资性房地产主要由两部分构成：其一，位于邢台市桥西区守敬南路 1289 号的锦江天地商业中心，于 2012 年建成运营，总建筑面积约 11.00 万平方米，公司持有 6.10 万平方米，该房地产是商业用房，

用于对外出租，评估价值 7.11 亿元；其二，位于新疆阜康市的“公园 6 号”小区，系 2016 年 4 月购入的商品住宅，评估价值 0.35 亿元。其中，受限投资性房地产为 5.79 亿元，受限原因为银行借款抵押房产。

截至 2018 年底，公司在建工程为 14.57 亿元，同比增长 261.75%，主要为 PPP 项目（新增漯河市城乡一体化示范区沙河沿岸综合整治 PPP 项目、宁津县村级公路改造工程 PPP 项目、沙河市纬三路淮庄至邢峰线大中修 PPP 项目、南宫市 2016 年农村公路路网改造升级工程 PPP 项目等项目）和在建的固定资产增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 21.01 亿元，已累计摊销 16.49 亿元。公司无形资产主要由专利技术（占 93.94%）构成。

截至 2018 年底，公司受限资产主要包括货币资金 2.09 亿元（票据保证金、借款质押银行定期存单）以及用于取得银行借款抵押的投资性房地产 5.79 亿元，合计占资产总额的 5.54%。整体上看，公司资产受限规模较小。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 151.94 亿元，较 2018 年底增加 6.75%，主要系在建工程增加，其他科目变动较小，公司资产结构仍以流动资产为主。同期，公司受限资产合计 9.13 亿元。其中，货币资金 3.34 亿元（受限原因为票据保证金、借款质押银行定期存单），投资性房地产 5.79 亿元（受限原因为银行借款抵押房产）。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模变化较小，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 77.69 亿元。其中实收资本占 54.76%、资本公积占 13.69%、未分配利润占 24.16%。公司少数股东权益为 3.63 亿元，同比增加 3.05 亿元，主要是由于公司对部分子公司的持股比例上升所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益总额为 79.14 亿元，较 2018 年底变动不大，系未分配利润增加所致，实收资本和资本公积规模保持稳定。

表 11　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	42.54	58.90	42.54	54.76	42.54	53.76
资本公积	10.64	14.73	10.64	13.69	10.64	13.44
未分配利润	16.68	23.09	18.77	24.16	19.16	24.22
少数股东权益	0.58	0.80	3.63	4.67	4.69	5.93
所有者权益合计	**72.23**	**100.00**	**77.69**	**100.00**	**79.14**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1~3 月报表整理

负债

跟踪期内，公司负债以流动负债为主，债务规模大幅增长，但目前整体债务负担较小。

截至 2018 年底，公司负债规模为 64.64 亿元，同比增长 29.81%，主要系长期借款和一年内到期的非流动负债增长所致，其中流动负债与非流动负债分别占比 51.38%和 48.62%。

表12　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 03 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.86	9.76	7.63	11.80	7.71	10.59
应付票据	3.53	7.09	3.83	5.92	8.17	11.22
应付账款	3.67	7.37	4.30	6.65	--	--

其他应付款	2.18	4.38	5.59	8.65	4.44	6.10
流动负债	**16.85**	**33.85**	**33.21**	**51.38**	**32.26**	**44.32**
长期借款	7.96	15.98	13.80	21.35	23.00	31.59
应付债券	24.80	49.81	16.89	26.13	16.91	23.23
非流动负债	**32.94**	**66.15**	**31.42**	**48.61**	**40.54**	**55.68**
负债总额	**49.79**	**100.00**	**64.64**	**100.00**	**72.80**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年 1~3 月财务报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债为 33.21 亿元，同比增长 97.06%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 7.63 亿元，同比增长 57.05%。其中，信用借款 0.15 亿元，抵押借款 7.48 亿元（抵押物为应收账款和投资性房地产）。截至 2018 年底，公司应付账款为 4.30 亿元，同比增长 17.04%，主要由应付材料款（占 34.50%）和工程款（占 43.52%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 5.59 亿元，同比上升 156.04%，主要系公司新增与河北顺德投资集团有限公司和清河县华翼天安商务服务有限公司之间的往来拆借款所致。其他应付款主要由保证金（占 9.24%）、垫付款（占 6.13%）、暂用款（占 66.10%）构成。

2018 年底，公司新增一年内到期的非流动负债，为 7.36 亿元，主要系公司将一年内到期的长期借款（3.22 亿元）、应付债券（3.98 亿元）、长期应付款（0.17 亿元）调整至该科目所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 31.42 亿元，同比变动不大。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2018 年底，公司长期借款 13.80 亿元。其中，质押借款 11.88 亿元（质押物为应收账款）、抵押借款（抵押物为投资性房地产）5.14 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券合计 16.89 亿元，详细情况见

表 13　截至 2018 年底公司应付债券明细

（单位：亿元）

项目	面值	起息日	期限	账面余额
16 邢台路桥 MTN001	10.00	2016.2. 4	5 年	9.92
16 邢路 01	8.00	2016.5.20	3 年	0.98
16 邢台路桥 PPN001	3.00	2016.9.22	3 年	2.99
17 邢台路桥 PPN001	4.00	2017.10.17	3 年	3.97
18 邢台路桥 PPN001	1.00	2018.5.24	3 年	0.10
18 邢路 01	2.00	2018.12.21	3 年	1.99
减：一年内到期的部分	--	--	--	3.98
合计	**28.00**	**--**	**--**	**16.89**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司全部债务 49.51 亿元，同比增长 20.33%。其中，短期债务 18.82 亿元、长期债务 30.69 亿元。若将其他流动负债和其他应付款中的有息部分调整至短期债务，调整后全部债务为 54.68 亿元，其中，调整后短期债务为 23.99 亿元。未来三年（2019~2021 年）到期债务分别为 19.59 亿元、10.98 亿元和 13.00 亿元。

公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率均大幅上升，2018 年底分别为 45.42%、41.31%，调整后长期债务资本化比率小幅下降至 28.32%。公司有息负债大幅增长，目前整体债务负担较轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 72.80 亿元，较 2018 年底增长 12.63%，以非流动负债为主。其中，长期借款为 23.00 亿元，应付债券为 16.91 亿元。同期，公司全部债务为 62.39 亿元，较 2018 年底上升 26.02%，主要系长期借款增加所致。若将其他流动负债和其他应付款中的有息部分调整至短期债务，调整后

短期债务为 27.65 亿元，调整后全部债务为 67.56 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均较 2018 年底小幅上升，分别为 47.91%、46.05%和 33.53%。公司债务规模有所加重，但整体债务负担较小。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，受成本增幅较快的影响，公司利润规模有所下降，盈利能力减弱。未来随着公司在建项目的逐步完工和 BOT、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。

2018 年，受营改增及工程进度确认较慢等因素影响，公司营业收入小幅上升 3.23%至 40.33 亿元，公司营业成本上升 8.43%至 32.33 亿元。公司 2018 年营业利润率下降 3.61 个百分点至 19.66%。

从期间费用来看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。其中，管理费用较高，主要系无形资产摊销所致；财务费用有所增长。2018 年，公司期间费用占收入比例为 13.54%。公司期间费用控制能力处于一般水平。公司 2018 年资产减值损失为-1.34 亿元，主要系坏账损失计提冲减。

从盈利指标看，2018 年，公司利润总额为 3.55 亿元，同比上升 7.45%；净利润小幅上升 3.29%至 2.41 亿元。2018 年，公司总资本收益率为 3.25%；净资产收益率逐小幅下降至 3.10%。公司盈利能力有所减弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.86 亿元，相当于 2018 年收入总额的 14.53%；利润总额 0.54 亿元，为 2018 年利润总额的 15.11%。当期公司营业利润率为 22.12%，较 2018 年有所上升。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司现金收入质量良好，经营活动现金流量较稳定，但随着承接 BOT、PPP 项目的增多，公司未来具有较大融资需求。

从经营活动看，公司经营活动现金流入以工程施工收到的现金为主。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 41.58 亿元，同比下降 1.85%；现金收入比为 103.09%，收入实现质量良好。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金变动较小，构成以保证金、服务费为主。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，且规模变动不大，2018 年为 36.02 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款和付现费用，规模较小。公司经营活动现金流量净额为 0.39 亿元，同比上升 6.52%。

从投资活动看，2018 年公司无投资活动现金流入；同期，投资活动现金流出大幅上升 284.87%至 14.54 亿元，主要系 2018 年新增对河北迁曹高速公路开发有限公司的投资 1.92 亿元、在建工程增加 10.55 亿元所致。2018 年，公司投资活动现金流净额为-14.54 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入量增长 9.14%至 36.30 亿元，主要构成为取得借款和发行债券收到的现金。2018 年，公司筹资活动现金流出量呈增长态势，为 19.21 亿元，主要为偿还银行借款、往来拆借款（反映在支付的其他与筹资活动有关的现金中）等支出的现金。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 17.09 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 7.00 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 6.74 亿元，现金收入比为 115.07%；公司经营活动现金流出 6.63 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.82 亿元；当期公司经营活动现金净流入 0.37 亿元。公司投资活动现金流入、流出金额较小。同期，公司筹资活动现金流入 12.04 亿元，其中取得借款收到的现金 8.52 亿元，当期筹资活动现金流出 0.59 亿元；公司筹资活动现金流量净额 11.45 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模增加，非受限现金类资产无法覆盖调整后的短期债务，短期偿债能力偏弱；公司长期偿债能力指标较好，长期偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率整体呈下降趋势，分别为 269.65%和 193.90%。公司经营现金流动负债比为 1.18%，经营净现金流对流动负债的保障能力弱。公司非受限现金类资产为 14.07 亿元，无法覆盖调整后的短期债券，整体看，公司短期偿债压力较大。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 295.45%和 215.39%，较 2018 年底均有所上升，非受限现金类资产无法覆盖调整后短期债务，短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标来看， 2018 年公司 EBITDA 为 7.71 亿元；调整后全部债务/EBITDA 为 7.09 倍；EBITDA 利息倍数为 4.07 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障程度良好，公司长期偿债能力指标较好，长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司在各家商业银行授信总额 45.60 亿元，其中尚未使用额度 22.44 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

6. 母公司财务情况

母公司资产和负债占合并口径的比例较大，对资金的占用比例较高，同时承接了公司全部的应付债券和银行借款。母公司作为集团的经营主体，对收入和利润的贡献较大。

截至 2018 年底，母公司资产规模为 130.63 亿元，占合并口径下的资产规模的 91.79%，其中，流动资产占 60.81%、非流动资产占 39.19%。流动资产主要由应收账款及应收票据、存货和其他应收款构成。非流动资产主要由长期股权投资和无形资产构成。

截至 2018 年底，母公司负债规模为 56.81 亿元，同比增长 33.99%，主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和应付债券构成。整体看，母公司是公司应付债券的主要承接主体，同时也承接公司内全部的银行贷款，母公司有息债务占合并口径的 83.94%。母公司 2018 年所有者权益为 73.82 亿元，主要由实收资本和未分配利润构成。母公司所有者权益较为稳定。

2018 年，母公司营业收入 39.34 亿元，占合并口径的 97.54%，同比增长 16.94%。母公司利润总额和净利润分别为 4.31 亿元和 3.10 亿元。从盈利指标看，营业利润率为 21.22%，同比有所下降，母公司盈利能力有所减弱。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额为 128.54 亿元，所有者权益为 74.24 亿元，2019 年 1~3 月，母公司实现营业收入 5.18 亿元，相当于 2018 年全年的 13.18%，利润总额为 0.56 亿元。整体看，母公司作为公司的主要经营主体，对收入和利润的贡献很大。

九、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司一年内到期债券规模偏高，公司非受限现金类资产能够对一年内到期债务进行覆盖，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。

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券余额 23.00 亿元，一年内到期兑付债券 10.00 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值 13.00 亿元。公司非受限现金类资产能够对一年内到期债务进行覆盖；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额、EBITDA 分别为 42.62 亿元、0.39 亿元和 7.71 亿元。总体看，公司对存续期债券保障能力尚可。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年 5 月
一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	13.00
非受限现金类资产/一年内到期债券余额	1.41

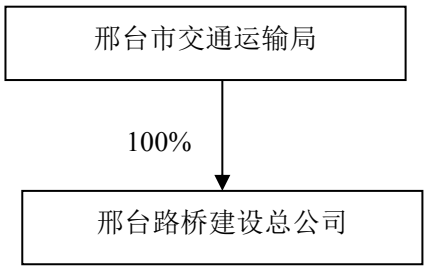
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.28
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.59

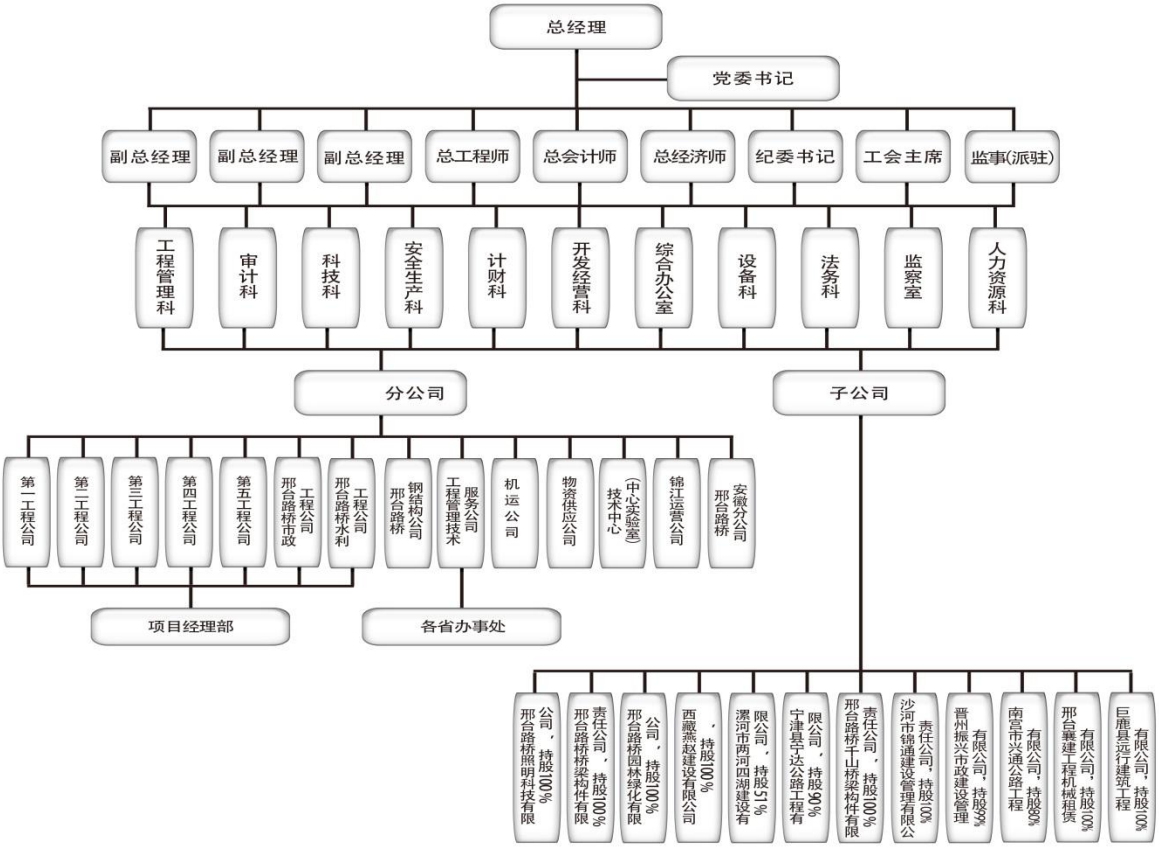
资料来源：联合资信整理

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，维持“16 邢台路桥 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图





附件 2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围的子公司情况

子公司类型	子公司名称	注册地	直接持股比例（%）
子公司	邢台路桥千山桥梁构件有限责任公司	任县益康街	100.00
子公司	邢台路桥桥梁构件有限责任公司	河北省南宫市	100.00
子公司	邢台路桥园林绿化有限公司	河北省邢台市桥东区	100.00
子公司	邢台路桥照明科技有限公司	河北省邢台经济开发区建业南路 239 号	100.00
子公司	西藏燕赵建设工程有限公司	西藏自治区拉萨市	100.00
项目公司	宁津县宁达公路工程有限公司	山东省宁津县	90.00
项目公司	漯河市两河四湖建设有限公司	河南省漯河市	51.00
子公司	邢台襄建工程机械租赁有限公司	河北省邢台市桥东区达活泉东大街 261 号	100.00
子公司	巨鹿县远行建筑工程有限公司	河北省邢台市巨鹿县经济开发区秦泽路西延线北侧	100.00
项目公司	沙河市锦通建设管理有限公司	河北省沙河市	100.00
项目公司	南宫市兴通公路工程有限公司	河北省邢台市南宫市北大街东侧	80.00
项目公司	安阳市鼎易工程管理有限公司	河南省安阳市	90.00
项目公司	晋州市振兴市政建设管理有限公司	河北省石家庄市晋州市向阳街 12 号	99.00
项目公司	新疆燕云交通建设有限公司	新疆石河子市 33 小区北一路 255 号综合培训楼 2 号	55.20
项目公司	内蒙古燕赵交通建设管理有限公司	内蒙古自治区赤峰市松山区大酒缸村	99.00
项目公司	宁津县德通公路工程有限公司	山东省宁津县	90.00
项目公司	邯郸瀛信工程项目管理有限公司	邯郸市经济技术开发区联通南路 2 号	80.00
项目公司	晋州市振达交通建设管理有限公司	河北省石家庄市晋州市裕龙路 3 号	99.00
项目公司	云南燕盈公路建设有限公司	盈江县平原镇勐腊路 42 号	80.00
子公司	河北道庆新型建材科技有限公司	河北内丘工业园区北园	100.00
项目公司	河北首都新机场高速公路开发有限公司	河北省廊坊市广阳区新华路 80 号交通局产业集团综合楼 A 座 10 层	51.59
项目公司	南宫市通达公路工程有限公司	河北省邢台市南宫市北大街东侧	90.00
项目公司	黄骅市旭航公路工程有限公司	河北省沧州市黄骅市开发区迎宾大街西北平路北侧	94.90
项目公司	镇平县环通工程管理有限公司	镇平县健康路与平安大道交叉口南 100 米路西(馨阳小区 5 号楼)	90.00
项目公司	枣强县振德建设管理有限公司	河北省衡水市枣强县新华街 105 号	90.00

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.24	12.17	16.16	20.31
资产总额(亿元)	102.47	122.02	142.32	151.94
所有者权益(亿元)	69.87	72.23	77.69	79.14
短期债务(亿元)	3.31	8.39	18.82	22.48
调整后短期债务	3.31	8.39	23.99	27.65
长期债务(亿元)	20.77	32.76	30.69	39.91
调整后长期债务(亿元)	20.77	32.76	30.69	39.91
全部债务(亿元)	24.08	41.15	49.51	62.39
调整后全部债务(亿元)	24.08	41.15	54.68	67.56
营业收入(亿元)	38.89	39.07	40.33	5.86
利润总额(亿元)	3.78	3.31	3.55	0.54
EBITDA(亿元)	7.24	6.93	7.71	--
经营性净现金流(亿元)	1.05	0.37	0.39	0.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.57	1.66	1.51	--
存货周转次数(次)	1.99	1.47	1.29	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.35	0.31	--
现金收入比(%)	114.31	108.42	103.09	115.07
营业利润率(%)	23.06	23.27	19.66	22.12
总资本收益率(%)	4.38	3.29	3.25	--
净资产收益率(%)	4.18	3.22	3.10	--
长期债务资本化比率(%)	22.91	31.20	28.32	33.53
调整后长期债务资本化比率(%)	22.91	31.20	28.32	33.53
全部债务资本化比率(%)	25.63	36.29	38.93	44.08
调整后全部债务资本化比率(%)	25.63	36.29	41.31	46.05
资产负债率(%)	31.81	40.81	45.42	47.91
流动比率(%)	535.32	476.34	269.65	295.45
速动比率(%)	401.36	329.06	193.90	215.39
经营现金流动负债比(%)	8.89	2.17	1.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.08	4.65	4.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.33	5.93	6.42	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.33	5.93	7.09	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债和其他应付款中的有息部分；2019 年一季度财报未经审计

附件 4　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

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变