信用评级公告

联合〔2021〕8069 号

联合资信评估股份有限公司通过对河南省路桥建设集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持河南省路桥建设集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年八月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

河南省路桥建设集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
河南省路桥建设集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
21 河南路桥 CP001（乡村振兴）	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 河南路桥 CP001（乡村振兴）	6.00 亿元	6.00 亿元	2022/05/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 8 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“公司”）是商丘市国有控股的建筑施工企业，主要从事高速公路、市政和房屋建筑等项目施工，资质条件较好。跟踪期内，公司建筑施工主业稳步推进，营业收入和利润总额持续增长，项目储备较为充足，能得到一定外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司承揽的 PPP 项目规模较大、资金占用较大，有息债务规模快速增长，权益质量较差，面临一定的或有负债风险等因素对其信用水平带来不利影响。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）为“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”的本息提供不可撤销的连带责任保证。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供信用增进显著提升了“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”本息偿付的安全性。

未来随着中国城镇化发展需求的持续释放及公司跨区域全国化发展步伐的加快推进，公司项目承揽量有望提升，经营规模或将有所扩大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **公司建筑业资质条件较好，具备较强的项目承揽能力，项目储备较为充足，未来收入来源较有保障。**公司拥有多项工程总承包及施工专业资质，2020 年新签订合同金额为 81.94 亿元，2021 年 3 月底在手合同金额 197.69 亿元。

2. **跟踪期内，公司收入及利润持续增长，盈利能力较强。**2020 年，公司营业收入同比增长 21.12%，利润总额同比增长 32.53%，净资产收益率为 5.02%。

分析师：兰 迪 赵传第
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

3. **公司持续获得外部支持。**公司是商丘市人民政府国有资产监督管理委员会控股企业，2020 年在资金注入方面获得政府支持。

4. **中债增提供的信用增进提升债券偿付安全性。**“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”由中债增提供全额不可撤销的连带责任保证，其提供的信用增进显著提升了“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”本息偿付的安全性。

关注

1. **公司承揽的 PPP 项目规模较大，项目回款周期较长，对资金形成较大占用。**截至 2021 年 3 月底，公司在建 PPP 项目总投资额为 129.75 亿元，PPP 项目形成的长期应收款 64.67 亿元，考虑到 PPP 项目回款周期较长，对公司资金形成较大占用。

2. **新签合同额下降。**2020 年，受疫情等因素影响，公司新签合同额同比下降 23.92%。

3. **公司资产流动性弱，权益质量较差。**公司资产中应收类款项、政府划拨资产占比较大，货币资金大部分受限，资产流动性弱。所有者权益主要由政府划拨的道路、河道项目资产构成，权益质量较差。

4. **公司有息债务规模快速增长，整体债务负担较重，债务结构有待进一步优化。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 95.72 亿元，较 2019 年底增长 28.73%，短期债务占比 57.16%，全部债务资本化比率为 53.43%。

5. **公司对外担保规模较大，且有对民营企业的担保，面临一定的或有负债风险。**截至 2021 年 7 月底，公司对外担保金额为 18.05 亿元，相当于 2021 年 3 月底所有者权益的 21.64%，其中对民营企业担保金额 10.05 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.77	29.44	38.94	34.86
资产总额(亿元)	158.40	184.14	214.49	215.40
所有者权益(亿元)	73.30	77.34	82.43	83.41
短期债务(亿元)	38.02	49.84	58.41	54.72
长期债务(亿元)	20.67	24.51	37.12	41.00
全部债务(亿元)	58.69	74.36	95.53	95.72
营业收入(亿元)	45.03	49.03	59.38	14.19
利润总额(亿元)	4.02	4.16	5.51	1.31

EBITDA(亿元)	6.60	7.08	8.73	--
经营性净现金流(亿元)	4.46	4.60	7.45	1.25
营业利润率(%)	18.46	17.17	16.54	16.74
净资产收益率(%)	3.98	3.95	5.02	--
资产负债率(%)	53.72	58.00	61.57	61.28
全部债务资本化比率(%)	44.46	49.02	53.68	53.43
流动比率(%)	101.76	97.54	100.38	100.29
经营现金流动负债比(%)	7.00	5.63	7.90	--
现金短期债务比(倍)	0.55	0.59	0.67	0.64
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	1.85	1.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.89	10.50	10.94	--
公司本部（母公司）				
项目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年 3 月**
资产总额(亿元)	151.86	160.85	185.38	180.30
所有者权益(亿元)	70.50	73.20	77.10	77.94
全部债务(亿元)	34.18	42.69	50.31	46.25
营业收入(亿元)	33.22	40.80	54.65	12.92
利润总额(亿元)	3.54	3.62	5.18	1.11
资产负债率(%)	53.58	54.49	58.41	56.77
全部债务资本化比率(%)	32.65	36.84	39.49	37.24
流动比率(%)	75.24	81.60	86.96	88.82
经营现金流动负债比(%)	15.57	6.93	10.01	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；已将其他应付款和长期应付款中有息部分纳入有息债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 河南路桥 CP001（乡村振兴）	A-1	AA	稳定	2021/03/02	兰迪 黄焘 张志杰	建筑与工程企业信用评级方法 V3.0.201907 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

河南省路桥建设集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于河南省路桥建设集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2020 年 12 月 31 日，根据商丘市财政局、商丘市人力资源和社会保障局《关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（商财〔2020〕44 号），公司 4.01%的股权被无偿划转至河南省财政厅，已于 2021 年 4 月完成工商登记变更。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本仍为 25.05 亿元，商丘市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“商丘市国资委”）仍为公司控股股东和实际控制人。

2020 年 12 月，公司经营范围变更为：各类工程建设活动；承包境外公路工程和境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；房地产开发与经营；金属材料、矿产品、燃料油、建材、稀释沥青、化工产品、钢材及其制品的销售；机械设备租赁（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2021 年 3 月底，公司内设 19 个职能部门（详见附件 1-2），合并范围内共 39 家子公司。

截至 2020 年底，公司资产总额 214.49 亿元，所有者权益合计 82.43 亿元（其中少数股东权益 2.13 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 59.38 亿元，利润总额 5.51 亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额215.40亿元，所有者权益合计83.41亿元（其中少数股东权益2.13亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入14.19亿元，利润总额1.31亿元。

公司注册地址：商丘市梁园区新建南路43号。法定代表人：傅亚峰。

三、债券概况及其募集资金使用情况

截至2021年7月底，联合资信所评公司存续债券为“21河南路桥CP001（乡村振兴）”，债券余额6.00亿元，到期一次还本付息。“21河南路桥CP001（乡村振兴）”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供不可撤销的连带责任担保。跟踪期内，“21河南路桥CP001（乡村振兴）”尚未到付息日。

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
21 河南路桥 CP001（乡村振兴）	6.00	6.00	2021/05/24	1 年

资料来源：联合资信整理

截至2021年7月底，“21河南路桥CP001（乡村振兴）”募集资金已全部使用完毕，其中2亿元已按照计划投入新疆维吾尔自治区昌吉州西部南山伴行公路建设项目（以下简称“新疆项目”），4亿元已用于偿还有息债务。新疆项目签约合同价12.93亿元，截至2021年7月底已投入5.84亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为

全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 2　2018－2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	12.70（5.31）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	15.90（6.95）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	12.60（4.40）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	23.00（4.39）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1－5 月 PPI

同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调

节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

五、行业及区域经济环境

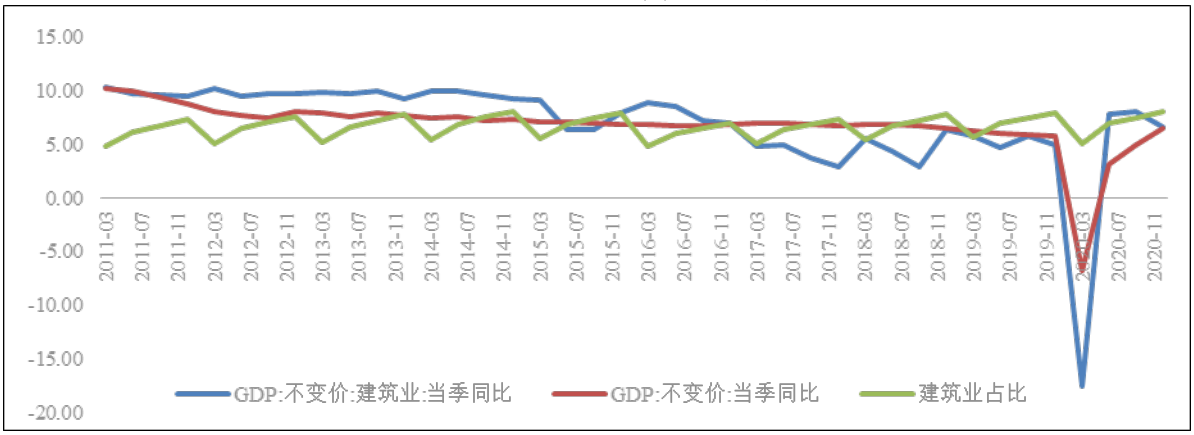
1. 行业概况

（1） 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

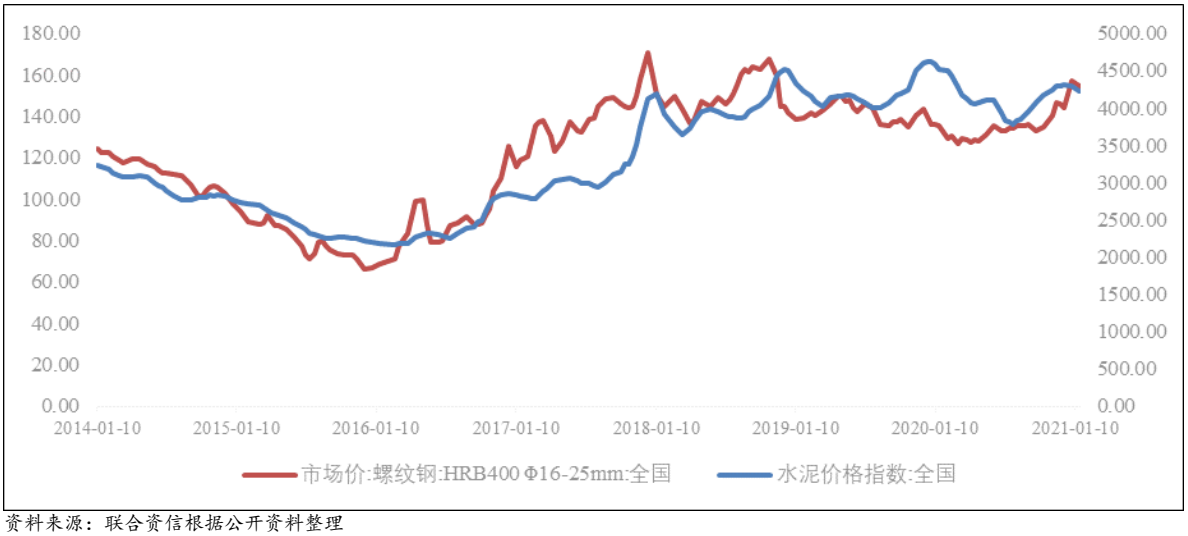
（2） 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图2　水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基

调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3） 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

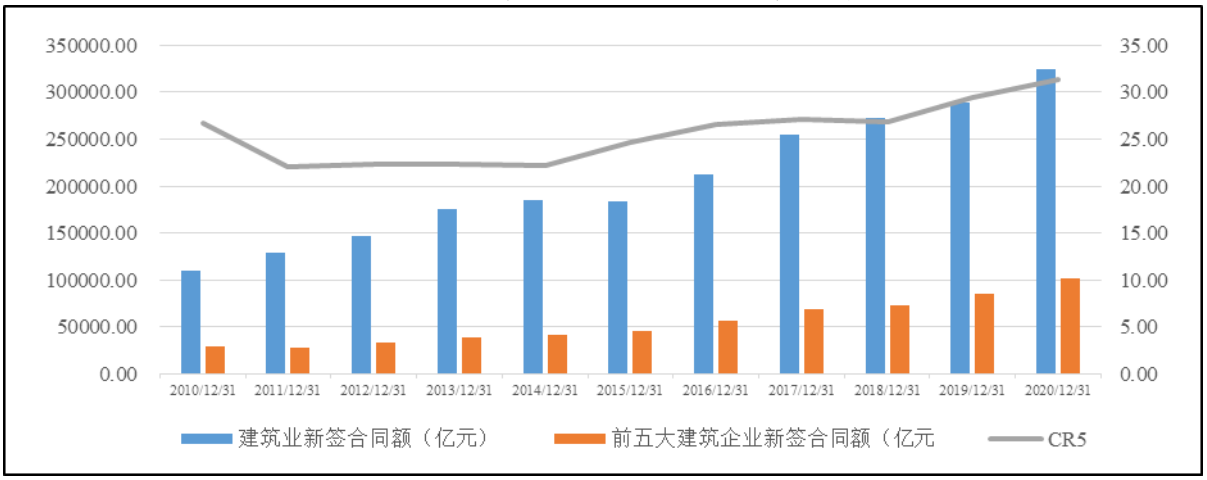
近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4） 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

2. 区域经济环境

公司建筑施工业务区域中河南省占比最高，跟踪期内，河南省经济持续发展，建筑行业发展较快，固定资产投资较快增长，公司经营环境良好。

根据《2020年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2020年，河南省全省生产总值54997.07亿元，比2019年增长1.3%。其中，第一产业增加值5353.74亿元，同比增长2.2%；第二产业增加值22875.33亿元，同比增长0.7%；第三产业增加值26768.01亿元，同比增长1.6%。三次产业结构由上年的8.5:43.5:48.0调整为9.7：41.6：48.7，第三产业增加值占生产总值的比重有所提升。

2020年，河南省全省固定资产投资较2019年增长4.3%。在固定资产投资中，第一、二、三产业投资增速分别为11.2%、2.5%和4.7%。基础设施投资增长2.2%，民间投资增长2.5%，工业投资增长2.7%。全年亿元及以上固定资产投资在建项目9490个，完成投资比上年增长6.8%。太焦高铁、青电入豫、尧山至栾川高速等项目建成投用，中原大数据中心等项目加快推进，西霞院水利枢纽输水及灌区工程等项目开工建设。

2020年，河南省建筑业总产值13122.55亿元，同比增长3.3%。建筑企业新签合同额15935.00亿元，同比增长10.1%。房地产开发投资7782.29亿元，比上年增长4.3%。其中，住宅投资6453.00亿元，增长6.6%。

根据河南省统计局《上半年河南省经济运行情况分析》，2021 年上半年，河南省地区生产总值 28927.96 亿元，同比增长 10.2%，。其中，第一产业增加值 2363.29 亿元，同比增长 7.8%，；第二产业增加值 12201.44 亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 3.9%；第三产业增加值 14363.23 亿元，同比增长 12.4%。规模以上工业增加值同比增长 10.5%；固定资产投资同比增长 7.8%；社会消费品零售总额同比增长 17.1%。

六、基础素质分析

公司是商丘市国资委控股的建筑施工企业，跟踪期内资质水平无变化，行业竞争实力仍较强；公司过往债务履约状况良好。

跟踪期内，公司4.01%的股权无偿划转至河南省财政厅持有，河南省财政厅作为财务投资者，享有所划入国有股权的收益权、处置权和知情权，委托河南投资集团有限公司专户管理，此次划转不改变公司现行国有资产管理体制，商丘市国资委仍为实际控制人。

建筑业资质方面，公司拥有公路工程施工总承包特级资质和市政公用工程施工总承包一级资质，路基、路面、桥梁、市政公用和交通工程施工5个一级专业资质，隧道工程专业承包二级与境外工程经营承包资格，资质水平较高。跟踪期内公司所拥有资质水平无变化。

截至2021年3月底，公司共完成高速公路、一级公路1450多公里，二级及三级公路5600余公里，高级路面3500多万平方米，大中型桥梁540多座（其中特大桥15座、立交桥45座）和高速公路附属设施项目1300余公里。

2020年，商丘市财政国库支付中心向公司转入注册资本金762万元，计入“资本公积”。

根据中国人民银行企业信用报告（报告编号：NO.2021080310105547564696），截至 2021

年 8 月 3 日，公司本部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。

截至报告出具日，经查询中国执行信息公开网，联合资信发现公司本部存在 1 条被执行信息，立案时间为 2014 年 4 月 11 日，终本时间为 2014 年 8 月 15 日。经查询公开信息，公司存在多笔涉诉事项，主要系工程纠纷等原因导致，联合资信将持续关注上述涉诉事项可能对公司带来的不利影响。

七、管理分析

跟踪期内，由于股权结构变化，公司对章程进行了修订。公司目前拥有董事9人、监事5人，符合章程规定。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入仍主要来自高速公路、市政工程和房屋建筑等项目的施工结算，营业收入持续上升，综合毛利率小幅下降。

公司作为商丘市国资委下属的建筑施工企业，收入主要来自工程施工业务。2020年，公司营业收入较2019年增长21.12%，主要系高速公路工程结算收入增加。高速公路、市政工程和房屋建筑施工收入仍是公司主要收入来源。公司销售商品收入主要为沥青等建材的销售，2020年同比增长115.15%。

2020年公司综合毛利率较2019年小幅下降，主要系房屋建筑施工业务毛利率下滑所致，其他细分领域施工业务毛利率同比变化不大。

2021年1－3月，公司实现营业收入相当于2020年全年的23.90%，公司综合毛利率较2020年整体变化不大。

表 3　公司营业收入及毛利率情况

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
工程结算	**47.44**	**96.77**	**17.64**	**56.21**	**94.66**	**16.83**	**14.04**	**98.95**	**16.83**
其中：高速公路	24.71	50.40	16.88	38.77	65.29	16.81	11.36	80.08	17.43
房屋建筑	7.70	15.70	17.10	3.79	6.39	7.79	0.98	6.94	6.47
市政工程	14.36	29.29	19.41	13.25	22.32	19.74	1.67	11.80	18.94
其他	0.68	1.39	14.37	0.39	0.66	8.15	0.02	0.14	4.83
销售商品	**1.32**	**2.69**	**7.57**	**2.84**	**4.78**	**7.74**	**0.15**	**1.03**	**24.07**
其他	**0.26**	**0.54**	**21.50**	**0.33**	**0.56**	**90.93**	**0.003**	**0.02**	**100.00**
合计	**49.03**	**100.00**	**17.39**	**59.38**	**100.00**	**16.81**	**14.19**	**100.00**	**16.92**

注：合计数与分项之和有差异系四舍五入所致；2019年主营业务收入中含PPP项目未开票收入6.36亿元；2020年主营业务收入中含未开票收入7.00亿元
资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程结算业务

跟踪期内，公司工程结算业务稳步推进，收入规模同比上升，在手订单较为充足，但新签合同金额持续下降。公司 PPP 项目规模较大，资金压力较大；联合资信将持续关注公司签订项目的进度及回款情况。

公司工程结算业务主要来自高速公路、市政工程和房屋建筑的施工，具体模式仍为传统的工程总承包（按计量支付项目）和 PPP 项目两类。跟踪期内，公司项目运作及结算模式无变化。

2020 年，公司新签合同额同比下降 23.92%，主要系受疫情等因素影响。按细分领域划分，公司 2020 年新签合同仍主要为高速公路、市政工程项目。2020 年，公司当年新签合同额/上年施工业务收入为 1.73 倍，较上年的 2.53 倍有所下降。

表4　公司新签项目按行业细分情况（单位：个、亿元）

细分子行业	2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
高速公路	15	69.59	26	58.29	7	4.21
市政工程	4	35.14	2	20.70	0	0.00
房屋建筑	3	2.97	3	2.95	0	0.00
合计	**22**	**107.70**	**31**	**81.94**	**7**	**4.21**
其中合同金额在 1 亿元以上的合同情况						
高速公路	9	66.47	10	52.47	2	2.92
市政工程	4	35.14	2	20.70	0	0.00
房屋建筑	1	1.35	1	1.63	0	0.00
合计	**14**	**102.96**	**13**	**74.80**	**2**	**2.92**

资料来源：公司提供

从区域分布情况看，2020 年公司新签项目仍主要位于河南省，同时广西自治区和新疆自治区的合同金额大幅增长。

表5　公司新签合同额区域分布情况

地区	2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
河南省	47.02	43.66	39.72	48.47	4.15	98.64
安徽省	1.06	0.98	1.39	1.70	--	--
四川省	40.00	37.14	--	--	--	--
云南省	6.58	6.11	1.42	1.73	--	--
新疆自治区	--	--	18.86	23.02	--	--
广东省	--	--	--	--	0.06	1.36
广西自治区	--	--	20.00	24.41	--	--
湖北省	12.62	11.72	--	--	--	--
江苏省	0.41	0.38	--	--	--	--
重庆市	--	--	0.55	0.67	--	--
合计	**107.70**	**100.00**	**81.94**	**100.00**	**4.21**	**100.00**

资料来源：公司提供

2021 年 3 月底公司在手合同较为充足，仍以高速公路、市政工程为主。按类型划分，PPP 和工程总承包（按计量支付）业务占比约为 65%和 35%。

表6　公司在手合同情况（单位：个、亿元）

细分行业	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
高速公路	32	224.57	48	168.59	33	130.04
市政工程	12	104.72	9	59.00	8	51.80
房屋建筑	5	7.58	12	16.15	11	15.85
合计	**49**	**336.87**	**69**	**243.74**	**52**	**197.69**

注：公司在手合同额中包含在建合同中已完成的工程量部分
资料来源：公司提供

2021 年 3 月底，公司重大在建总承包项目合同金额较大，回款情况较好。

表7　截至2021年3月底公司重大在建总承包项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	项目金额	工期	累计确认收入	累计成本投入	累计回款
云南省临翔至清水河高速公路 LQTJ2-5 合同段	按计量支付项目	5.59	12（月）	4.67	4.40	3.74
云南省 G56 楚雄高至大理高速公路扩容工程项目总投资 429 亿元	按计量支付项目	30.00	2（年）	8.06	5.47	4.65
新疆昌吉市昌吉州西部南山伴行公路建设项目（XBNSBX-标皮）	按计量支付项目	12.93	18（月）	4.48	4.49	3.82
国道 343 虞城至商丘一级公路改建工程（虞城境）项目	按计量支付项目	3.61	15（月）	3.06	3.06	1.00
省道 237 沁阳捏掌东至孟州里村段改建工程	按计量支付项目	1.07	8（月）	0.35	0.35	0.30
云南省林翔至双江高速 2 标桥梁工程	按计量支付项目	1.42	11（月）	0.23	0.23	0.19
云南省 G8012 弥勒至楚雄高速公路弥勒至玉溪段工程项目	按计量支付项目	5.17	24（月）	0.73	0.73	0.62
河南省商丘市宁陵县滨河路、环城路、黄河路、金山路道路工程	按计量支付项目	4.44	24（月）	0.51	0.57	0.48
商丘市纪委监委廉政教育展厅及信息技术中心	按计量支付项目	1.51	18（月）	0.28	0.00	--
平舆县车舆大道(德馨路至古槐大道段）道路工程项目	按计量支付项目	1.29	12（月）	0.49	0.01	0.01
合计		**67.03**	--	**22.86**	**19.31**	**14.81**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新中标 PPP 项目 1 个。截至 2021 年 3 月底，公司主要在建 PPP 项目共 14 个，除河南省商丘市民权县路桥工程建设项目未纳入财政部 PPP 项目管理库外，其他项目均已入库，纳入政府财政预算，且均纳入公司合并报表范围核算。公司主要在建 PPP 项目总投资额为 129.75 亿元，项目资本金为 25.48 亿元，公司作为社会资本方，持股比例均较高，项目资本金投入规模较大，对公司资金形成占用。截至 2021 年 3 月底，公司主要的在建 PPP 项目累计已投资金额 71.58 亿元，累计确认收入 55.52 亿元。同时，公司在建 PPP 项目待投资规模较大，对公司形成较大资金压力。联合资信将持续关注上述项目进展及资金回收情况。

表8　截至2021年3月底公司主要在建PPP项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	项目资本金（亿元）	股权比例（%）	已投资额（亿元）	运营/回购周期	建设期	开工时间	回报机制	已确认收入（亿元）
河南省驻马店市新蔡县人民西路建设工程 PPP 项目	9.26	1.85	70.00	9.58	11	2	2016.09	政府付费	8.42
湖北省恩施州咸丰县咸丰大道建设工程	8.69	1.40	90.00	8.11	10	2	2017.03	政府付费	6.70
河南省驻马店市泌阳县人民医院综合建设 PPP 项目	8.00	1.60	85.50	3.57	15	3	2017.12	可用性缺口补助	--
鹿邑县 S209、S211 线及涡河大桥等基础设施建设项目	12.08	2.42	91.72	9.13	18	2	2017.01	政府付费	6.21
河南省邓州市产业孵化园二期建设管理维护 PPP 项目	9.23	1.94	75.00	8.34	11	2	2017.10	可用性缺口补助	7.18
沁阳市产业集聚区双创基地及配套设施建设 PPP 项目	9.29	1.95	90.00	9.63	15	3	2017.10	可用性缺口补助	6.38
新蔡县交通道路建设 PPP 项目	7.92	1.58	90.00	5.92	13	2	2017.12	可用性缺口补助	4.07
河南省商丘市民权县路桥工程建设项目	6.04	1.51	80.00	5.87	10	2	2016.05	政府付费	5.08
鹤来一级公路来凤县小河坪至湘鄂情大桥段工程及来凤县迎宾大道工程 PPP 项目	7.11	1.56	80.00	1.66	13	2	2019.07	政府付费	1.73

信阳市中心城区水环境治理工程 PPP 项目	9.47	1.89	55.00	6.26	18	2	2019.07	政府付费	5.68
河南省正阳息邢高速引线等八条道路建设 PPP 项目	13.05	2.75	90.00	3.47	10	2	2019.07	政府付费	4.04
350 国道利川市石山庙至羊子岭段新建公路（绕城线西北段）PPP 项目投资人采购（四次）	5.52	0.83	95.00	0.03	10	2	2019.12	政府付费	0.02
河南省驻马店市第一高级中学迁建 PPP 项目	9.79	1.19	90.00	0.01	13	2	2020.04	可行性缺口	0.00
河南省睢阳区区域网改造 PPP 项目	14.30	3.00	51.00	0.00	13	2	2020.08	政府付费	0.00
合计	**129.75**	**25.48**	--	**71.58**	--	--	--	--	**55.52**

注：河南省商丘市民权县路桥工程建设项目已经完工，该项目在 2018 年国家整改 PPP 项目时退入了储备库，根据民权县政府会议纪要，该项目在储备阶段暂按照原 PPP 合同约定进行运营维护；部分项目总投资额较上次有调整系统计口径差异；部分项目已投资超过总投资系疫情等影响工期而成本增加、建设过程中工程量有所增加等所致；部分项目建设进度晚于预期系疫情等因素综合影响；合计数不等于分项之和系四舍五入所致
资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司主要采购品种仍为混凝土、碎石、钢材等，公司通过招标进行原材料的采购，具体工作由材料管理中心负责。跟踪期内，沥青混凝土和商品混凝土价格整体呈下降趋势，钢材和砂石价格呈上升趋势。总体看，部分原材料价格的上涨不利于公司的成本控制。

表9　公司主要原材料采购情况

材料名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
沥青混凝土	采购量（吨）	862345.83	957322.87	238596.29
	平均采购价（元/吨）	428.00	345.00	348.00
商品混凝土	采购量（方）	332245.63	375782.10	92934.89
	平均采购价（元/吨）	566.00	500.00	512.00
水稳碎石	采购量（吨）	1238905.69	1,138,815.98	315275.07
	平均采购价（元/吨）	215.00	193.00	201.00
钢材	采购量（吨）	14698.40	19393.52	6429.28
	平均采购价（元/吨）	4212.00	6120.21	6130.00
砂石	采购量（吨）	2467920.20	3095818.89	754473.97
	平均采购价（元/吨）	73.00	102.00	100.00
水泥	采购量（吨）	175160.45	236698.08	58429.63
	平均采购价（元/吨）	384.00	370.00	375.00

资料来源：公司提供

（2）销售商品业务

跟踪期内，公司销售商品业务收入大幅增加，毛利率水平较低。

公司的销售商品板块主要为销售沥青等建材。公司在确定能产生贸易盈余的前提条件下进行定向采购，按照合同约定以电汇或承兑汇票方式进行结算。

2020 年，公司销售商品收入由 2019 年的 1.32 亿元上升至 2.84 亿元，主要系公司贸易业务量扩大所致。毛利率变化不大，2020 年为 7.74%，仍处于较低水平。2021 年 1—3 月，公司销售商品收入 0.15 亿元。

3. 经营效率

2020 年，公司销售债权周转次数为 4.04 次，较 2019 年有所上升；存货周转次数为 2.36 次，较 2019 年有所下降；资产周转率为 0.30 次，较 2019 年有所上升。

总体看，公司经营效率尚可。

4. 未来发展

未来公司将仍以工程施工业务为主，发展战略的可实施性较强。

公司未来将积极把握国家和地区发展战略，立足于建筑业的同时发展多元产业。通过资本运营，公司将广泛参与国内 PPP 市场，把握“一带一路”、新型城镇化和天府新区建设等重大机遇，提升投资建设运营一体化能力，拓展新兴产业投资领域，培育新的利润增长点。

公司将继续拓展项目资源，加强同业合作，巩固省内市场、拓展省外市场、扩大海外市场。充分利用自身专业技术优势和品牌优势，纵向拓展勘察设计、材料研发、道桥养护，横向拓宽公路支线、市政、铁路、轨道交通、港口航道施工等领域，达到稳定并扩大主业市场规模的目标。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020 年公司合并范围新增 7 家子公司，均为投资新设；同期，公司注销 2 家子公司。2021 年 1—3 月，公司合并范围新增 1 家子公司，系新设成立。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围子公司 39 家。跟踪期内公司合并范围变化涉及的子公司规模较小，公司财务数据的可比性强。

截至 2020 年底，公司资产总额 214.49 亿元，所有者权益 82.43 亿元（其中少数股东权益 2.13 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 59.38 亿元，利润总额 5.51 亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额215.40亿元，所有者权益83.41亿元（其中少数股东权益2.13亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入14.19亿元，利润总额1.31亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构以应收类款项、政府划拨资产、货币资金为主；PPP 项目应收款受政府结算进度影响大，且部分应收类款项账龄较长，回收情况值得关注；公司货币资金受限比例较高。整体看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额较 2019 年底增长 16.48%，主要系货币资金、长期应收款增长所致。公司资产构成较 2019 年底变化不大，仍以非流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.58	15.52%	38.93	18.15%	34.84	16.18%
应收账款	15.33	8.33%	14.02	6.53%	14.91	6.92%
预付款项	8.03	4.36%	9.11	4.25%	8.93	4.14%
其他应收款	7.40	4.02%	6.38	2.97%	6.81	3.16%
存货	19.43	10.55%	22.37	10.43%	21.53	9.99%
流动资产合计	**79.63**	**43.24%**	**94.66**	**44.13%**	**90.60**	**42.06%**
长期应收款	44.60	24.22%	59.70	27.83%	64.67	30.02%
其他非流动资产	49.43	26.84%	49.43	23.05%	49.43	22.95%
非流动资产合计	**104.51**	**56.76%**	**119.84**	**55.87%**	**124.80**	**57.94%**
资产总额	**184.14**	**100.00%**	**214.49**	**100.00%**	**215.40**	**100.00%**

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度财务报表数据整理

2020 年底，公司货币资金较 2019 年底增长 36.21%，主要系外部融资所致；货币资金主要为银行存款（占比 31.33%）和其他货币资金（占比 69.66%），其中受限货币资金 26.73 亿元，系保证金存款，受限比例（69.66%）较高。公司应收账款较 2019 年底小幅下降，主要系收到客户回款所致；从账龄上看，1 年以内的占 61.66%，1~3 年的占 19.38%，3 年以上的占 18.96%，部分款项账龄偏长；公司对应收账款按照账龄组合计提坏账准备，累计计提坏账准备 2.41 亿元，计提比例为 17.19%；按欠款方归集的公司应收账款前五名合计占应收账款余额的 44.32%，集中度一般，欠款单位主要为地方国有企业和事业单位。

表 11　截至 2020 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	期末余额	账龄	款项性质
商丘铁路轨道交通投资有限公司	1.61	1 年以下	工程款
德阳发展控股集团有限公司	1.35	1 年以内	工程款
		1~2 年	
中信建设有限责任公司	1.23	1 年以下	工程款
商丘市交通运输局	1.01	1 年以下	工程款
商丘市铁路投资有限公司	1.01	3 年以上	工程款
合计	**6.21**	—	—

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司预付款项较 2019 年底增长 13.51%，主要为预付原材料款项及劳务费用。公司其他应收款较 2019 年底下降 13.83%，主要系计提坏账准备及收回部分往来款所致。单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 1.08 亿元，为对民营企业莆田市凯天集团有限公司的应收工程款，账龄 3 年以上，因诉讼公司已全额计提坏账准备。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款 8.36 亿元，账龄在 1 年以内的占 43.66%，1~3 年的占 19.28%，3 年以上的占 37.07%，部分款项账龄较长，公司计提坏账准备 1.98 亿元，计提比例为 23.68%。公司前五名其他应收款欠款金额合计 2.69 亿元，占比 42.22%，集中度一般，主要是应收工程款和往来款。公司其他应收款包含对民营企业和自然人的应收往来款，回收情况值得关注。2020 年底，公司存货较 2019 年底增长 15.16%，主要系工程施工支出增加所致。存货主要为房地产开发成本（3.07 亿元）和工程施工（19.17 亿元）构成。公司未对存货计提跌价准备。存货中房地产开发成本为公司开发的路桥水岸项目，位于商丘市示范区，类型为住宅和商铺；计划总投资 4.50 亿元，截至 2021 年 3 月底已投资 3.04 亿元，已实现预售 6.43 亿元，获得回款 2.81 亿元，销售比例为 43.75%。

2020 年底，公司长期应收款较 2019 年底大幅增长 33.84%，全部为 PPP 项目应收款。

表 12　截至 2020 年底公司长期应收款前五名情况

单位名称	账面价值（亿元）	占比（%）
新蔡县城市建设投资有限公司	9.46	24.11
鹿邑县公路管理局	8.50	13.14
邓州市产业集聚区管委会	8.18	12.65
沁阳市公路管理局	6.72	10.39
咸丰县交通运输局	6.38	9.87
合计	**39.25**	**70.16**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2020 年底，公司其他非流动资产与 2019 年底持平，为商丘市财政局划转的 6 条等级道路及附设设施（35.08 亿元）、沱浍河航道河南段一期（14.35 亿元），收益主要来自后期的养护工程，目前未实现收益。

截至2021年3月底，公司资产总额较2020年底基本保持稳定。公司货币资金较2020年底下降10.49%，长期应收款较2020年底增长8.43%，主要系PPP项目应收款增加。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 28.55 亿元，受限比例为 13.25%，主要为货币资金、固定资产及无形资产。

3. 资本结构

跟踪期内，受益于利润累积，公司所有者权益有所增长，以实收资本、资本公积和未分配利润为主；所有者权益结构中政府无偿划拨资产占比较大，权益质量较差。

2020 年底，公司所有者权益 82.43 亿元，较 2019 年底增长 6.58%，主要系未分配利润增加。其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 30.39%、41.39%和 24.72%。公司所有者权益质量较差，实收资本和资本公积主要为政府划入的路产和航道项目，盈利能力较差。

2020 年底公司资本公积较 2019 年底增加 0.08 亿元，系商丘市财政国库支付中心转入的注册资本金。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 83.41 亿元，规模和构成较 2020 年底变化不大。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。公司债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待持续优化，面临一定集中支付压力。

受对外融资等影响，2020年底，公司负债总额较2019年底增长23.66%，主要系应付票据和长期借款增长所致。公司负债以流动负债为主，流动负债占比有所下降。

表13 公司主要负债构成情况

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债合计	**81.64**	**76.44**	**94.30**	**71.40**	**90.34**	**68.44**
短期借款	21.15	19.80	22.98	17.40	19.39	14.69
应付票据	25.14	23.54	31.95	24.19	31.80	24.09
应付账款	13.93	13.05	17.39	13.16	17.69	13.40
预收款项	7.33	6.86	9.42	7.13	8.94	6.77
其他应付款	9.30	8.71	9.64	7.30	9.97	7.55
非流动负债合计	**25.16**	**23.56**	**37.77**	**28.60**	**41.65**	**31.56**
长期借款	22.92	21.46	36.19	27.40	40.07	30.36
负债总额	**106.80**	**100.00**	**132.07**	**100.00**	**131.99**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度财务报表数据整理

2020 年底，公司短期借款较 2019 年底小幅增长，主要为保证借款（占比 94.73%）和质押借款（占比 4.74%）；保证借款担保方包括河南神火集团有限公司、商丘新发投资有限公司、河南四建集团股份有限公司、商丘市发展投资集团有限公司等，短期借款利率区间为 4.35~10.44%；应付票据较 2019 年底大幅增长 27.07%，由商业承兑汇票（1.38 亿元）、银行承兑汇票（28.42 亿元）和国内信用证（2.15 亿元）构成。应付账款较 2019 年底增长 24.77%，主要系应付工程款增加所致。其他应付款主要为工程保证金等；2020 年底，公司其他应付款中有息债务 1.50 亿元，为供应链融资，已调整至债务计算。

2020年底，公司长期借款较2019年底增长57.91%，主要为质押借款（占比97.79%，质押物主要为PPP项目收益权），此外还包含少量信用借款，公司长期借款利率区间为4.39~6.52%。公司长期应付款包括理财直投、固定资产售后回租、保理，2020年底为2.92亿元（含一年内到期的长期应付款1.99亿元），利率水平为9.16~11.57%，已调至长期债务核算。

2021年3月底，公司负债总额较2020年底略有下降。长期借款增长带动非流动负债占比有所上升，但负债结构仍以流动负债为主。

表 14 公司债务情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	49.84	58.41	54.72
长期债务	24.51	37.12	41.00
全部债务	74.36	95.53	95.72
长期债务资本化比率	24.07%	31.05%	32.96%
全部债务资本化比率	49.02%	53.68%	53.43%
资产负债率	58.00%	61.57%	61.28%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司全部债务快速增长，以短期债务为主，但短期债务比重有所下降，2021 年 3 月底占比 57.16%。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均呈上升趋势。总体看，公司债务负担仍较重。

以 2021 年 3 月底债务规模计算，2021 年 4－12 月、2022 年、2023 年和 2024 年及以后，公司需偿还债务分别为 35.21 亿元、21.18 亿元、2.05 亿元和 37.27 亿元，公司面临一定集中兑付压力。

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费控制能力良好；盈利能力较强。

公司收入主要来源于工程结算业务。2020 年，公司营业收入同比增长 21.12%，营业成本同比增长 21.97%，主要系经营规模扩大所致。2020 年公司营业利润率较 2019 年小幅下降。

2020 年，公司期间费用同比增长 6.11%，主要系管理费用、财务费用增长所致。期间费用率为 7.35%，同比下降 1.04 个百分点。公司期间费用控制能力良好。

2020 年，公司利润总额同比增长 32.53%。2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比有所上升。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	49.03	59.38	14.19
营业成本	40.50	49.40	11.79
期间费用	4.11	4.36	1.08
营业外收入	0.09	0.08	0.01
利润总额	4.16	5.51	1.31
营业利润率	17.17%	16.54%	16.74%
总资本收益率	3.75%	4.00%	--
净资产收益率	3.95%	5.02%	--

资料来源：公司审计报告及财务报表

2021年1－3月，公司营业收入相当于2020年全年的23.90%，营业利润率小幅上升；公司利润总额1.31亿元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司收现质量提升，经营活动现金流持续净流入；投资活动受 PPP 项目投入规模较大影响持续净流出且缺口有所扩大；公司需依赖筹资活动满足项目投入需求；考虑到公司在建项目的持续投入和债务还本付息，公司未来仍存在一定的筹资需求。

2020 年，公司经营活动现金流入量同比增长 34.83%，主要是经营规模扩大带动工程结算业务回款增加；公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金。公司经营活动现金流出同比增长 32.16%，系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 61.96%。公司现金收入比同比上升至 115.63%，公司收入实现质量有所提高。

2020 年，公司投资活动产生的现金流入大幅增长，主要为收回投资收到的现金 1.20 亿元。2020 年，公司投资活动现金流出同比增长 69.12%至 15.08 亿元，主要为投资支付的现金 14.67 亿元（主要为公司 PPP 项目的投入资金）。2020 年，公司投资活动现金流持续净流出，缺口有所扩大。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入	51.27	69.13	13.81
经营活动现金流出	46.67	61.68	12.56
经营活动现金流量净额	4.60	7.45	1.25
投资活动现金流量净额	-8.89	-13.86	-2.52
筹资活动现金流量净额	4.36	11.35	-1.09
现金收入比	103.83%	115.63%	95.26%

资料来源：公司审计报告及财务报表

2020年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，为46.93亿元；筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息，为35.58亿元。2020年筹资活动现金流量净额保持增长。

2021年1－3月，公司经营活动现金流保持净流入；受PPP项目投入，投资活动现金流净流出2.52亿元；公司偿还一定债务本息，筹资活动现金净流出1.09亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力偏弱，长期偿债能力一般。公司对外担保规模较大，存在对民营企业的担保，面临或有负债风险。考虑公司为商丘市国有控股企业，自身经营稳健，能够获得一定的外部支持，整体偿债能力很强。

2020年底，公司流动比率和速动比率均较2019年底小幅增长，分别为100.38%和76.65%。2020年，公司经营现金流动负债比由2019年的5.63%上升至7.90%。2020年底及2021年3月底，公司现金短期债务比分别为0.67倍和0.64倍，公司短期偿债能力偏弱。

2020年，公司EBITDA同比增长至8.73亿元，全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为10.94倍和1.94倍；公司长期偿债能力指标一般。

截至2021年7月底，公司对外担保余额18.05亿元，相当于2021年3月底所有者权益的21.64%。公司担保对象中河南四建集团股份有限公司为民营企业，经查询公开信息，存在多起诉讼及5次被纳入被执行人；河南创宏建设工程有限公司为民营企业；河南神火集团有限公司是商丘市国资委控股企业。整体看，公司面临一定的或有负债风险。

截至2021年3月底，公司共获银行授信147.85亿元，尚未使用授信额度75.01亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产、权益、负债及营业收入占合并口径比例高。跟踪期内，母公司资产及营业收入规模稳定增长，利润总额大幅增长，权益规模变化不大，债务集中在短期，存在一定短期偿债压力。

2020年底，母公司资产总额185.38亿元，较2019年底增长15.25%，主要系货币资金和应收账款增长所致。其中流动资产占49.98%、非流动资产占50.02%，资产结构较为均衡。流动资产主要为货币资金、应收类款项和存货；非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资和其他非流动资产。母公司资产总额占合并报表资产总额的86.43%，占比高。

2020年底，母公司所有者权益合计77.10亿元，较2019年底增长5.33%。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的93.54%，占比高。

截至2020年底，母公司负债合计108.28亿元，较上年底增长23.53%。其中流动负债占98.40%、非流动负债占1.60%，母公司以流动负债为主，流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款。母公司负债占合并报表负债的81.99%，占比高。2020年底，母公司全部债务50.31亿元，其中短期债务48.58亿元；资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.41%和39.49%。

2020年，母公司实现营业收入54.65亿元，同比增长33.96%，占合并报表营业收入的92.03%；母公司利润总额为5.18亿元，同比增长43.21%。

2020年底，母公司现金短期债务比为0.60倍，流动比率和速动比率分别为86.96%、72.04%，存在一定短期偿债压力。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司无将于2021年到期债券。公司经营活动现金流入量对未来待偿债峰值的保障能力很强。

截至本报告出具日，公司存续债券1支，即“21河南路桥CP001（乡村振兴）”，余额6.00亿元，将于2022年到期。

2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为未来待偿债峰值的11.52倍、1.24倍和1.46倍。总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债峰值的保障能力很强。

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
2021 年到期债券余额	0.00
未来待偿债券峰值	6.00
2020 年底现金类资产/本年度待偿到期债券	--
2020 年经营活动现金流入量/存续债券待偿本金峰值	11.52
2020 年经营活动现金流净额/存续债券待偿本金峰值	1.24
2020 年 EBITDA/存续债券待偿本金峰值	1.46

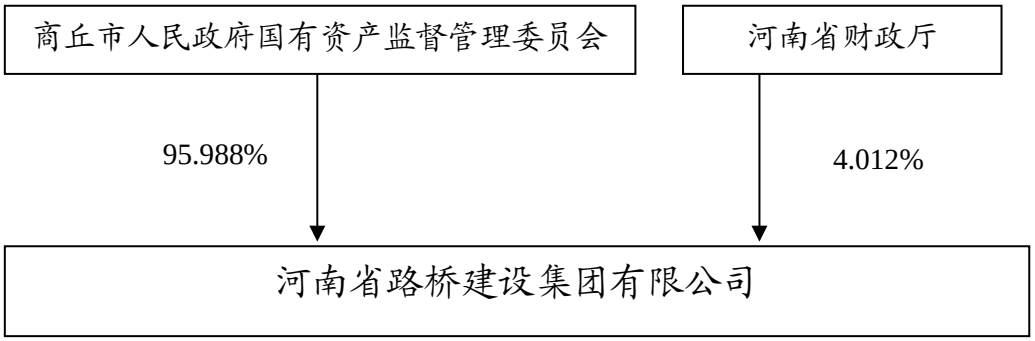
资料来源：联合资信整理

中债增对“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”本金、相应票面利息提供全额不可撤销的连带责任保证。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中债增提供的信用增进有效增强了“21 河南路桥 CP001（乡村振兴）”本息偿还的安全性。

十一、结论

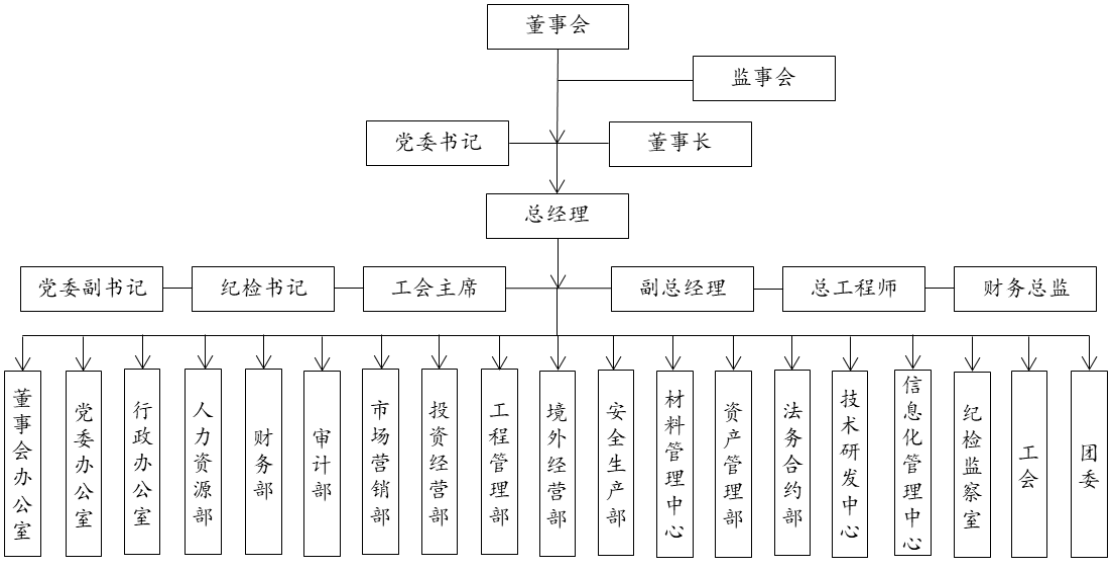
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21河南路桥CP001（乡村振兴）”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
1	河南省路桥集团正鸿路桥建设有限公司	3000.00	100.00%	工程施工
2	河南省路桥集团远大公路工程有限公司	6000.00	100.00%	工程施工
3	新疆新豫路桥有限责任公司	3000.00	100.00%	工程施工
4	河南路桥建设集团商丘通达实业有限公司	3000.00	100.00%	贸易
5	河南路泰公路工程有限责任公司	2500.00	100.00%	工程施工
6	河南尚雅建筑工程有限公司	51969.00	100.00%	工程施工
7	河南路桥房地产开发有限公司	2010.00	100.00%	房地产开发
8	商丘市路通实业公司	150.00	100.00%	工程施工
9	河南省怡通路桥工程有限公司	2200.00	100.00%	工程施工
10	商丘广发公路工程质量检验检测有限公司	1000.00	100.00%	公路工程质量检测
11	巩义市正商路桥工程有限公司	2000.00	100.00%	工程施工
12	新蔡县新路路桥有限公司	15000.00	70.00%	PPP 项目投资、建设、运营
13	民权县路发建设工程有限公司	5000.00	70.00%	PPP 项目投资、建设、运营
14	商丘顺通建设工程有限公司	3000.00	25.00%	工程施工
15	咸丰豫鄂建设投资有限公司	14000.00	90.00%	PPP 项目投资、建设、运营
16	邓州市建晟建设管理有限公司	5000.00	75.00%	PPP 项目投资、建设、运营
17	鹿邑县路发建设工程有限公司	5000.00	91.72%	PPP 项目投资、建设、运营
18	西藏西域路桥建设有限公司	20300.00	100.00%	工程施工
19	河南省路桥建设集团交通工程有限公司	900.00	100.00%	工程施工
20	新蔡县正浩路桥有限公司	15890.34	100.00%	PPP 项目投资、建设、运营
21	泌阳县拓宇建设管理有限公司	16000.00	85.50%	PPP 项目投资、建设、运营
22	沁阳市怀通路桥有限公司	19516.94	90.00%	PPP 项目投资、建设、运营
23	周口市通运发展建设管理有限公司	11532.92	74.74%	PPP 项目投资、建设、运营
24	中科华建（北京）路桥工程有限公司	3000.00	51.00%	工程施工
25	四川远瀚建设工程有限公司	10000.00	100.00%	工程施工
26	来凤县凤豫建设管理投资有限公司	5000.00	80.00%	PPP 项目投资、建设、运营
27	信阳市瑞通工程管理有限公司	18936.50	55.00%	PPP 项目投资、建设、运营
28	正阳县远大建设管理有限公司	5000.00	90.00%	PPP 项目投资、建设、运营
29	利川豫鄂工程建设管理有限公司	5000.00	92.00%	PPP 项目投资、建设、运营
30	河南永智建设工程有限公司	11877.72	90.00%	工程施工
31	商丘路安工程管理有限公司	3000.00	51.00%	工程项目管理
32	五河县坤鼎公路工程有限公司	900.00	100.00%	工程施工
33	河南省路桥城发实业有限公司	1000.00	70.00%	房地产信息咨询

34	郑州鸿雁谷置业有限公司	5000.00	100.00%	房地产开发
35	河南路桥生态科技有限公司	1000.00	100.00%	生态农业技术开发
36	河南省路桥水利水电工程有限公司	5000.00	100.00%	工程建设
37	河南省路桥市政工程有限公司	5000.00	100.00%	工程建设
38	河南省路桥立信建设工程有限公司	5000.00	100.00%	工程建设
39	河南省路桥豫开工程勘察设计有限公司	1000.00	60.00%	工程建设

注：公司为商丘顺通建设工程有限公司的第一大股东，持有其25.00%的股份，其余为自然人股东，经营决策由公司控制，因此进行并表
资料来源：公司提供

附件 1-4　截至 2021 年 7 月底公司对外担保情况

被担保人	担保金额（万元）	担保到期日
河南四建集团股份有限公司	22000.00	2023.08.18
	6000.00	2021.11.03
	26000.00	2023.11.24
	5000.00	2022.04.19
	26300.00	2022.05.19
	5000.00	2021.12.21
	5500.00	2022.03.12
河南创宏建设工程有限公司	2200.00	2023.08.31
	2500.00	2021.08.18
河南神火集团有限公司	30000.00	2022.06.29
	50000.00	2024.12.20
合计	**180500.00**	-

资料来源：公司提供

附件 2　公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.77	29.44	38.94	34.86
资产总额(亿元)	158.40	184.14	214.49	215.40
所有者权益(亿元)	73.30	77.34	82.43	83.41
短期债务(亿元)	38.02	49.84	58.41	54.72
长期债务(亿元)	20.67	24.51	37.12	41.00
全部债务(亿元)	58.69	74.36	95.53	95.72
营业收入(亿元)	45.03	49.03	59.38	14.19
利润总额(亿元)	4.02	4.16	5.51	1.31
EBITDA(亿元)	6.60	7.08	8.73	--
经营性净现金流(亿元)	4.46	4.60	7.45	1.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.28	3.80	4.04	--
存货周转次数(次)	3.07	2.43	2.36	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.29	0.30	--
现金收入比(%)	110.48	103.83	115.63	95.26
营业利润率(%)	18.46	17.17	16.54	16.74
总资本收益率(%)	3.96	3.75	4.00	--
净资产收益率(%)	3.98	3.95	5.02	--
长期债务资本化比率(%)	22.00	24.07	31.05	32.96
全部债务资本化比率(%)	44.46	49.02	53.68	53.43
资产负债率(%)	53.72	58.00	61.57	61.28
流动比率(%)	101.76	97.54	100.38	100.29
速动比率(%)	80.04	73.74	76.65	76.46
经营现金流动负债比(%)	7.00	5.63	7.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.89	10.50	10.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	1.85	1.94	--
现金短期债务比(倍)	0.55	0.59	0.67	0.64

注：2021 年一季度财务数据未经审计；已将其他应付款和长期应付款中有息部分纳入有息债务核算

附件 3　公司主要财务数据及指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.51	20.76	28.98	24.41
资产总额(亿元)	151.86	160.85	185.38	180.30
所有者权益(亿元)	70.50	73.20	77.10	77.94
短期债务(亿元)	29.31	39.89	48.58	42.52
长期债务(亿元)	4.87	2.80	1.73	3.73
全部债务(亿元)	34.18	42.69	50.31	46.25
营业收入(亿元)	33.22	40.80	54.65	12.92
利润总额(亿元)	3.54	3.62	5.18	1.11
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	11.91	5.88	10.67	2.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.48	3.11	2.82	--
存货周转次数(次)	2.85	2.73	3.05	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.26	0.32	--
现金收入比(%)	112.07	103.22	89.79	111.63
营业利润率(%)	20.83	16.82	16.06	15.66
总资本收益率(%)	4.35	4.31	5.15	--
净资产收益率(%)	3.77	3.69	5.06	--
长期债务资本化比率(%)	6.46	3.68	2.19	4.57
全部债务资本化比率(%)	32.65	36.84	39.49	37.24
资产负债率(%)	53.58	54.49	58.41	56.77
流动比率(%)	75.24	81.60	86.96	88.82
速动比率(%)	61.26	64.95	72.04	71.85
经营现金流动负债比(%)	15.57	6.93	10.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.52	0.62	0.57

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；已将其他应付款及长期应付款中有息部分调整至债务核算；未获取母公司折旧摊销数据，EBITDA 及相关指标无法计算

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。