



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G183-F1号

## 四川路桥建设集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川路桥建设集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月十日

# 四川路桥建设集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>主体级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	四川路桥建设集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	不超过人民币15亿元（含15亿元）
<b>债券期限</b>	3年
<b>债券利率</b>	本期债券为固定利率，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司与簿记管理人确定本期债券的票面利率簿记建档区间，投资者直接向簿记管理人发出申购订单，簿记管理人负责记录申购订单，最终由公司与簿记管理人根据申购情况确定本期债券的最终发行利率。
<b>偿还方式</b>	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付的具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。
<b>募集资金用途</b>	本期发行的公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

## 概况数据

四川路桥	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	106.34	144.01	154.83	158.50
总资产（亿元）	634.80	730.21	860.94	860.04
总债务（亿元）	293.85	341.20	383.26	400.20
营业总收入（亿元）	301.08	327.63	400.19	64.07
营业毛利率（%）	12.65	11.08	10.69	13.31
EBITDA（亿元）	31.07	32.97	37.71	10.00
所有者权益收益率（%）	10.70	7.83	7.80	8.95
资产负债率（%）	83.25	80.28	82.02	81.57
总债务/EBITDA（X）	9.46	10.35	10.16	10.01
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.10	2.13	2.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2019 年第一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“四川路桥建设集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司区域竞争优势突出、工程施工项目储备规模较大和盈利能力良好等正面因素对公司信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到项目回款效率下降、PPP 项目回购周期较长和财务杠杆比率较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

## 正面

- 区域竞争优势突出。公司目前拥有公路工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包壹级、公路行业甲级设计资质及其他多项资质，在高速公路、特大型桥梁和隧道等领域具有较强实力，在四川省内高速公路施工领域的市场份额占比目前仍保持在 30%左右，省内路桥施工领域的竞争优势突出。
- 工程施工项目储备规模较大。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司工程施工项目承接量不断提升，新签合同总额分别为 198.77 亿元、474.52 亿元、691.02 亿元和 115.83 亿元，充足的项目储备为公司工程施工业务的发展带来有力保障。
- 盈利能力良好。受益于工程施工板块较为稳定的获利水平和业务多元化带来的利润贡献，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司净利润分别为 11.37 亿元、11.28 亿元、12.07 亿元和 3.55 亿元，盈利情况较好。



## 分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

袁宇城 ychyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月10日

## 关注

- 项目回款效率下降。公司应收账款及长期应收款规模上升较快，2016~2018年末及2019年3月末合计规模分别为33.23亿元、84.58亿元、110.74亿元和116.02亿元，同期应收账款周转率分别为17.22次、9.91次、8.64次和5.12次；PPP项目形成的长期应收款回款周期较长，负面影响公司运营资金周转。
- PPP项目回购周期较长，未来运营效益存在不确定性。公司投资的PPP项目数量较多且投资规模较大，而该类项目的运营及回购周期均较长，加之个别项目尚未进入财政部管理库，相关项目后续实施进展及运营效果存在一定不确定性。
- 财务杠杆比率较高。随着新增项目的陆续开工，公司经营资金需求持续增加，外部债务融资规模逐年上升。截至2019年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为81.57%和71.63%，财务杠杆比率处于同行业较高水平。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”或“公司”）系 1999 年 12 月 17 日经四川省人民政府[1999]341 号文批准，由四川公路桥梁建设集团有限公司（以下简称“路桥集团”）作为主发起人，联合四川九寨黄龙机场建设开发有限责任公司（现已更名为“四川九寨黄龙机场有限责任公司”）等四家公司共同发起设立的股份有限公司，其中路桥集团持股比例为 98.23%。2003 年 3 月，公司经证监会核准向社会公开发行 A 股普通股 1 亿股，并在上海证券交易所挂牌交易（股票代码 600039），发行后公司股本增至 2.50 亿元。2009 年 3 月，根据四川省人民政府[2008]338 号文的精神，路桥集团将其持有的公司全部股权无偿划转给四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“铁投集团”），公司控股股东变更为铁投集团。为避免同业竞争，2012 年路桥集团、四川路桥及铁投集团进行资产剥离和重组，路桥集团将其非施工资产、非基础设施运营资产以及部分完工期较远的在建高速公路 BOT 资产等无偿划转至铁投集团，同时将其其他优质资产注入上市公司四川路桥。2012 年 5 月，公司向铁投集团发行 49,930 万股购买路桥集团 100% 股权，交易完成后路桥集团成为四川路桥的全资子公司。后经多次增发及股权变更，截至 2019 年 3 月末，公司总股本 36.11 亿元，其中铁投集团持股比例为 41.59%，为公司控股股东，公司最终控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

四川路桥主要从事公路和桥梁工程施工、交通基础设施的投资建设及运营、水电项目开发运营和材料贸易销售等业务。工程施工作为公司的核心业务，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月收入规模分别占当期营业总收入的 80.05%、75.94%、76.26% 和 76.79%，是公司主要的收入来源。

截至 2018 年末，公司总资产为 860.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 154.83 亿元，资产负债率为 82.02%。2018 年，公司实现营业收入 400.19 亿元，净利润 12.07 亿元，经营活动净现金流 32.33 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 860.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 158.50 亿元，资产负债率为 81.57%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，净利润 3.55 亿元，经营活动净现金流 -8.21 亿元。

### 本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

基本条款	
发行主体	四川路桥建设集团股份有限公司
债券名称	四川路桥建设集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限	3 年
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司与簿记管理人确定本期债券的票面利率簿记建档区间，投资者直接向簿记管理人发出申购订单，簿记管理人负责记录申购订单，最终由公司与簿记管理人根据申购情况确定本期债券的最终发行利率。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付的具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。
募集资金用途	本期发行的公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 宏观经济和政策环境

2017 年我国国内生产总值为 820,754 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 65,468 亿元，较上年增长 3.9%，提高 0.6 个百分点；第二产业增加值 334,623 亿元，较上年增长 6.1%，回落 0.2 个百分点；第三产业增加值 427,032 亿元，较上年增长 8.0%，提高 0.3 个百分点。分季看，四个季度国内生产总值增速分别为 6.9%、6.9%、6.8% 和 6.8%，保持较为平稳增长的态势。2018 年国内生产总值 900,309 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.60%。分产业看，第一产业增加值 64,734 亿元，比上年增长 3.50%；第二产业增加值 366,001 亿元，同比增长 5.80%；第三产业增加值 469,575 亿元，同比增长 7.60%。

图 1：2014~2018 年国内生产总值及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年在中美冲突持续与内部风险不减的双重挑战下，我国经济增长有所放缓，但结构性利好因素仍存。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率在当年维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：2018 年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断我国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。

展望未来，我国经济继续面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。2018 年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信

用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然我国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。2018 年 10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然我国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信证评认为，我国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

### 建筑业总体概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率 15.94%。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为 9.75%。2016 年我国全社会建筑业增加值为 49,522 亿元，同比增长 6.6%；同期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 6,745 亿元，同比增长 4.6%。2017~2018 年，全国建筑业总产值达 213,953.96 亿元和 235,086.00 亿元，同比增长分别为 10.50% 和 9.90%。

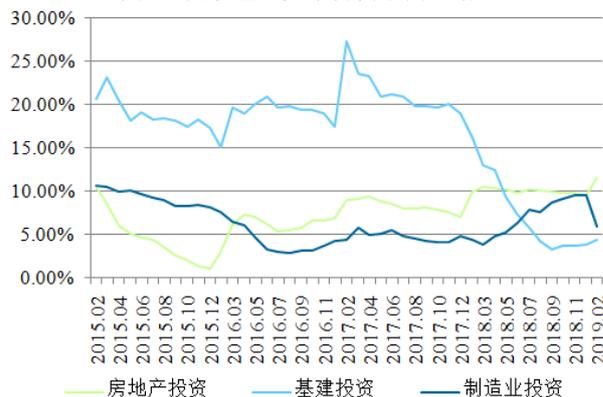
图 2：2011~2018 年全国建筑业总产值及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

虽然近年来全社会固定资产投资继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。从固定资产投资的细分行业来看，基建、制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在 78% 左右，但过去 10 年间三大行业投资增速整体处于下行趋势，除基建外其他两个行业的固定资产投资增速都出现了大幅下降。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017 年增长 3.6%，较上年下降 3.2 个百分点；制造业全年增长 4.8%，较上年提升 0.6 个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017 年增长 14.9%，较上年下降 0.8 个百分点。受年初至今房地产景气带动，房建投资增速相对平稳，2018 年全国房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.50%，维持相对高位；基建投资受宏观降杠杆、PPP (Public-Private Partnership) 清库以及地方政府债务约束等影响，增速持续下行，2018 年全年增速仅为 3.80%；制造业投资整体虽仍较低迷，但从 2018 年 3 月起已经明显触底回升，2018 年全年制造业投资增长 9.50%，同比提升 4.70 个百分点。

图 3：建筑业三大下游需求同比增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年上半年我国基础设施投资增速明显低于预期，自 7 月开始央行释放定向 MLF 鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松；国务院会议及政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调，对我国建筑业的发展起到良好的支撑作用。中诚信证评认为，近年全社会固定资产投资增速回落主要系全社会固定资产投资基数不断增加，属于正常经济现象。我国建筑业通过持续优化业务模式、提高管理水平，综合实力仍有较大提升空间。此外，“一带一路”、长江经济带、京津冀协同建设等国家战略规划的有效实施，将继续助力我国建筑业持续健康发展。

建筑行业业绩方面，2016 年建筑行业实现营业收入 3.96 万亿元，实现归母净利润 1,163.61 亿元，同比分别增长 5.79% 和 10.74%。建筑行业当年整体毛利率为 11.29%，同比下降 1.41 个百分点；净利率为 3.35%，同比微增 0.22 个百分点。2017 年建筑行业上市公司整体业绩持续向好，合计完成营业收入 4.35 万亿元，历史上首次超过 4 万亿元，同比增长 11.95%；归母净利润实现 1,397 亿元，同比增长 23.65%，增速创近年新高，连续五年保持两位数以上增长。2018 年 1~9 月，建筑行业的营收和归母净利润分别为 3.28 万亿元和 1,060.37 亿元，分别同比增长 9.98% 和 10.72%，营业收入和净利润增速均有所下滑。

此外，2017 年 4 月 26 日，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间全国建筑业总产值年均增长 7%，到 2020 年全

国装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。同时提出今后五年建筑业发展的主要目标：以完成全社会固定资产投资建设任务为基础，建筑业增加值年均增长 5.5%，全国建筑企业对外工程承包营业额年均增长 6%，进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业；巩固保持超高层房屋建筑、高速铁路、高速公路、大体量坝体、超长距离海上大桥、核电站等领域的国际技术领先地位；城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比 2015 年提升 20%，且 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，绿色建材应用比例达到 40%；同时加快修订建筑法等法律法规，进一步完善建筑市场法律法规体系。

中诚信证评认为，基础设施行业作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，国家层面及全国各地均设定了装配式建筑的相关发展目标，出台相关政策扶持。发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。

### 公路建设概况

近年来，我国对公路的投资建设力度加大，以公路为代表的交通基础设施建设实现了快速发展，主要体现在以下方面：

我国公路投资规模不断扩大。2015 年，全国完成公路建设固定资产投资 16,513.30 亿元，同比增长 6.8%。2016 年作为“十三五”的开局之年，全国完成公路固定资产投资 17,975.81 亿元，同比增长 8.9%，超额完成全年目标。进入 2017 年以来，全国公路投资打破了过去两年以来增速在 10% 以下的局面，2 月同比增速由 1 月的 3% 迅速提升至 36%，3~5 月增速虽略有放缓但仍保持在 32% 以上，6 月增速虽下滑至 28.94%，但仍处近年来的较高水平。2017 年全国公路建设累计完成投资 21,253.33 亿元，较上年增长 18.2%，增速较 2015 和 2016 两年大幅

提高。2018 年，在国家防控地方债务、规范 PPP 宏观政策背景下，基建投资增速出现较大滑坡，受此影响，全国公路建设完成投资 21,335 亿元，同比仅增长 0.4%。但随着“保基建促投资”发展基调的确立，基建增速有望修复，对公路建设投资仍将形成支撑。

图 4：2014-2018 年全国公路固定资产投资及同比增速



资料来源：交通运输部，中诚信证评整理

公路总里程及公路密度持续增长。根据交通运输部《交通运输行业发展统计公报》，我国公路总里程由 2010 年的 400.8 万公里增加到 2018 年的 485.65 万公里，其中高速公路里程为 14.26 万公里，我国公路密度由 2010 年的 41.8 公里/百平方公里提高到 2018 年的 50.48 公里/百平方公里。《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，要加快推进由 7 条首都放射线、11 条北南纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设。预计到 2020 年，我国公路通车里程将达到 500 万公里，其中高速公路通车里程将达到 15 万公里。

图 5：2014-2018 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：交通运输部，中诚信证评整理

总体来看，公路投资具有实用性强、经济性好等特点，且契合当前中央城镇化政策路线，未来公路建设投资仍将为国家基础建设投资的重要领域，

并有望成为各地政府投资的主要方向；此外，当前全国公路发展尚未完全形成网络规模效应，各区域发展不均衡，后续仍有较大规模建设投资及改扩建需求。中诚信证评认为，未来全国公路建设投资仍将维持在较高的合理水平。

### PPP 模式概况

2013 年 11 月，中共中央发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确指出允许社会资本通过特许经营参与城市基础设施投资和运营，即推广 PPP（Public-Private Partnership）模式在城市基础设施领域的应用。截至 2019 年 2 月末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库累计项目数 8,780 个、投资额 13.3 万亿元；累计落地项目数 4,920 个、投资额 7.5 万亿元，落地率 56.0%，比上年末提高 8.7 个百分点；落地示范项目累计 905 个、投资额 2 万亿元，落地率 91.7%；其中累计已开工示范项目总数 543 个、投资额 1.1 万亿元，开工率 60.0%，比上年末提高 14.6 个百分点。全国 PPP 项目落地及开工情况持续向好，表明入库项目质量不断提升。

我国 PPP 模式地域发展不均衡，西部地区项目需求较大，而项目落地率则以东部地区较好。近年来，新疆和贵州等西部地区 PPP 发展较为迅速，而上海等东部地区则相对缓慢。此外，行业发展不均衡，市政工程等仍为主要热点，绿色低碳项目受重视度提高；而社会保障、林业、科技和农业等有关项目热度则有待进一步提升。市政工程和交通建设等具有高投入、盈利模式清晰等优点，当前仍是 PPP 模式下的优先选择。在地区方面，截至 2019 年 2 月末，落地示范项目数累计前三位是山东（含青岛）、河南和云南，分别为 75 个、74 个及 73 个；投资额累计前三位是云南、河北、北京，分别为 2,819 亿元、2,092 亿元及 1,414 亿元。在行业方面，落地示范项目数累计前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 397 个、93 个和 86 个；投资额累计前三位是市政工程、交通运输和城镇综合开发，分别为 7,312 亿元、6,330 亿元及 2,236 亿元。

从社会资本合作方类型来看，截至 2018 年末，

866 个落地示范项目中包括 448 个独家社会资本项目和 418 个联合体项目。签约社会资本共 1,516 家，包括民营 598 家、港澳台 40 家、外商 17 家、国有 821 家，另有类型不易辨别的其他 40 家，当前 PPP 市场仍以国企为主导。

我国 PPP 模式发展中同时存在较多问题。目前我国 PPP 模式的运作缺乏国家法律法规层面的支持，社会资本进入城市基础设施投资在我国面临法律保障不完善的问题，致使 PPP 项目的吸引力和可行性不足。政府过度看重融资，出现了泛化滥用 PPP、超出财政承受能力上项目甚至借 PPP 名义变相举债等一些突出问题，增加了地方政府隐性债务风险隐患。在此背景下，财政部于 2017 年 11 月发布《财政部办公厅关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号，以下简称“92 号文”）以开展清库工作。随后，为规范中央企业有序参与 PPP 项目并有效防范经营风险，国资委于 11 月 17 日发布《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192 号，以下简称“192 号文”）。92 号文、192 号文的发布旨在纠正当前 PPP 项目实施过程中出现的走偏、变异问题，进一步提高项目库入库项目质量和信息公开有效性，部分不适宜采用 PPP 模式的项目实施退库，有利于正本清源，部分项目按照要求完善后，将更加规范、更加透明。示范项目的清库工作完成后，财政部于 2018 年 4 月出台了《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金〔2018〕54 号文，以下简称“54 号文”），对核查存在问题的 173 个示范项目分类处置，明确了 PPP 项目实施过程中的规范要求。随后，财政部开展大规模清理整顿行动，2018 年共清退不合规 PPP 项目 2,557 个，涉及投资额 3 万亿元。大规模清理整顿后，PPP 项目推进步伐明显放缓。

为稳定市场预期，提振市场信心，财政部于 2019 年 3 月发布了《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号文，以下简称“10 号文”），采取正负面清单相结合的方式，细化了规范的 PPP 项目应具备的条件以及不规范的

PPP 项目的具体表现形式，并明确了财政支出责任占比超过 5% 地区不得新上政府付费项目和新签约项目不得从政府性基金预算安排运营补贴支出等规定。同时，在优化 PPP 发展环境方面，10 号文提出鼓励民资、外资参与，在中央财政专项转移支付资金和中国 PPP 基金投资中对民营企业参与项目给予优先支持；加大融资支持，引导保险资金、中国 PPP 基金加大股权投资力度，丰富社会资本进入和退出渠道等措施。在 PPP 清库造成项目参与方谨慎观望的背景下，10 号文的发布表明了中央将继续推进和支持 PPP 模式应用，同时也将不断通过细化 PPP 项目实施规范，保证 PPP 模式高质量发展。

PPP 模式下基础设施建设企业获得了发展机遇，但同时面临一定考验。由于 PPP 项目中政府扮演了多种角色，主导工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、担保、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，基础设施建设企业在与政府的合作中可能面临政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进面临一定不确定性。此外，虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因 PPP 项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建设企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用 PPP 模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低和退出机制不明确等一系列问题。因此加快完善 PPP 模式相关政策法规，在 PPP 项目的全生命周期中如何明确区分和有效保障各参与方的合法权益是 PPP 模式高质量发展仍待解决的问题。

总体来看，PPP 模式将是未来地方政府加大基础设施领域补短板力度以及为公共服务提质增效的重要载体之一，相关法律制度建设将不断完善，未来采用 PPP 模式进行基建投资项目建设有望迎来良好的发展机遇；但随着 PPP 模式的健全、项目发展将从重视数量和落地率转向项目质量，基础设施建设企业的项目管理和资金管控等能力亦面临一定考验。

## 行业关注

2012 年 12 月 4 日，中共中央政治局召开会议传递出一系列经济信号，其中“城镇化”被摆在了显著位置；另外，李克强总理也多次在不同场合提及新型城镇化，并寄望于通过推行新型城镇化来解决当下中国诸多问题，带动经济发展。

2014 年 3 月 16 日，新华社发布中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，我国未来一段时间内要着重解决好农业转移人口落户城镇、城镇棚户区 and 城中村改造、中西部地区城镇化等问题，推进城镇化沿着正确方向发展。中诚信证评认为，我国新一届政府大力倡导新型城镇化建设，无疑将加快城市现代化进程，释放出巨大的内需能量，这也正是未来几十年我国经济结构调整的主要源动力。

根据国家统计局公布的数据显示，我国城镇化率已由 2010 年末的 49.95% 上升至 2018 年末的 59.58%，但仍明显低于发达国家近 80% 的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平。中诚信证评认为，城镇化已成为我国未来经济发展新的巨大“引擎”，每一个百分点的城镇化率，对应的都是上千万人口以及数以万亿元计的投资和消费，而这些投资和消费很大一部分要用于城市基础设施建设，这无疑为建筑行业发展注入了强劲动力。

就建筑行业本身而言，除现有的老城镇改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广大的新兴市场，这必将为建筑企业提供巨大的市场空间。另外，中诚信证评还注意到“新型城镇化”不同于传统意义中的“城镇化”，未来的城镇化将协调工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，是比较高水平的城镇化，主要体现在以县域城镇为主要载体的城乡一体化协调发展，并融入建设智能城市和绿色城市等概念。未来，建筑企业需合理把握市场契机，把环保、低碳、低能耗等建设理念融入到企业管理经营中，并不断吸收新技术，培养和使用复合型人才，拓宽新建设领域，增强综合竞争实力。

综上，伴随着我国城镇化进程的加快推进，必然导致对住宅、办公楼、体育场馆等城市基础设施

产生大量需求，尤其对以房建和基建为主业的建筑企业发展带来有力的支撑。但中诚信证评也关注到，“新型城镇化”对建筑行业带来的积极效应不会在短期内显现，预计市场需求将在中长期逐步释放。

## 竞争优势

### 业务资质齐备，技术实力领先

公司拥有包括公路工程施工总承包特级和工程设计公路行业甲级两项公路工程领域的最高等级资质，具备很强的公路工程项目施工能力；此外，公司还拥有市政公用工程施工总承包壹级，建筑工程施工总承包壹级，桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公里路基工程和公路工程（公路安全设施）专业承包壹级等多项施工资质。

在几十年的路桥工程建设中，路桥集团积累了雄厚的技术力量，依托建设公路桥梁的成套技术体系和成熟的路面铺筑关键技术、桥梁施工技术、地基综合处理技术、改性沥青技术和先进的施工设备，在高速公路、特大型桥梁、隧道等领域的施工拥有较为明显的技术优势，多次荣获国家、省部级科技进步奖、科技成果奖和优质工程奖。公司建造的万县长江公路大桥为世界第一大跨径的钢筋混凝土拱桥获“国家科技进步一等奖”、“国家优质工程银奖”和“詹天佑土木工程大奖”。公司在高速公路沥青路面施工和深基大跨度高难度桥梁、特大型桥梁施工技术领先，桥梁工程的多项技术特别是特大桥梁建设施工技术的科技含量处于同类桥型国内和世界先进水平。截至 2019 年 3 月末，公司累计获得鲁班奖、国家优质工程奖、詹天佑奖等国家级工程奖 27 次；拥有国家级工法 11 项，省部级工法 172 项，在大型公路桥梁建设方面拥有很强的技术实力。

### 区域竞争优势明显，项目储备充足

公司作为四川省路桥工程建设的骨干企业，以绝对主力军的身份承担四川境内的高速公路施工和桥梁建设，在其他省市亦承揽多项高速、高等级公路工程和桥梁施工任务。公司及下属子公司相继承建、参建万州长江大桥、涪陵乌江大桥、浙江

舟山西堠门跨海大桥、挪威哈罗格兰德大桥等一大批标志性工程并获得业内高度认可，为公司树立良好的品牌形象，为进一步参与四川省内及其他地区的工程建设奠定扎实的基础。公司的路桥施工品牌在四川及周边地区已形成很高的知名度，在参与工程项目竞标中发挥重要作用，根据 2018 年度四川省高速公路投资情况及公司省内高速公路施工业务总产值测算，公司在四川省内高速公路施工领域的市场份额占比目前仍保持在 30%左右，省内路桥施工领域的竞争优势突出。

同时，近年不断完善的国家路网以及加速推进的城市化建设，大幅带动我国市政、道路及轨道交通等领域的建设需求，公司凭借齐备的业务资质以及突出的施工技术实力，紧抓“一带一路”、“长江经济带”和四川省“三大发展战略”等市场机遇，强化片区经营，持续拓展市场，大项目承揽能力及承接量不断提升，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司新签合同总额分别为 198.77 亿元、474.52 亿元、691.02 亿元和 115.83 亿元，充足的项目储备为公司业务持续良好发展奠定了基础。

## 业务运营

公司业务以交通基建工程施工业务为主，同时还从事路桥 PPP 及 BOT 运营、水力发电以及少量土地整理、检测设计、工程咨询等城镇化建设业务，并结合建筑施工主业开展一定规模的钢材、水泥、沥青和油料等材料的贸易业务。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入分别为 301.08 亿元、327.63 亿元、400.19 亿元和 64.07 亿元；其中，工程施工业务收入占营业总收入的比重分别为 80.05%、75.94%、76.26%和 76.79%，系公司收入及利润的主要来源。此外，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司路桥 PPP 及 BOT 运营业务取得收入分别为 11.22 亿元、11.47 亿元、15.12 和 3.39 亿元，占营业总收入的比重分别为 3.73%、3.50%、3.78%和 5.29%，收入占比较小，但其毛利率水平较高，对公司初始获利形成一定的贡献。

表 2：2016~2019.Q1 公司营业总收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类型	2016			2017			2018			2019.Q1		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	241.02	80.05	12.11	248.80	75.94	11.30	305.19	76.26	11.35	49.2	76.79	13.18
路桥 PPP 及 BOT 运营	11.22	3.73	65.18	11.47	3.50	60.36	15.12	3.78	48.48	3.39	5.29	48.90
水力发电	1.74	0.58	30.15	1.77	0.54	34.65	1.95	0.49	42.30	0.39	0.61	32.87
贸易销售	45.26	15.03	0.93	64.10	19.57	0.32	75.47	18.86	-0.71	9.98	15.58	2.97
其他	1.55	0.51	31.55	0.76	0.23	17.88	1.35	0.34	21.82	0.72	1.12	-7.19
<b>主营业务</b>	<b>300.79</b>	<b>99.90</b>	<b>12.61</b>	<b>326.90</b>	<b>99.78</b>	<b>11.01</b>	<b>399.08</b>	<b>99.72</b>	<b>10.65</b>	<b>63.68</b>	<b>99.39</b>	<b>13.37</b>
其他业务	0.29	0.10	22.97	0.73	0.22	19.37	1.11	0.28	26.94	0.39	0.61	3.11
<b>合计</b>	<b>301.08</b>	<b>100.00</b>	<b>12.65</b>	<b>327.63</b>	<b>100.00</b>	<b>11.08</b>	<b>400.19</b>	<b>100.00</b>	<b>10.69</b>	<b>64.07</b>	<b>100.00</b>	<b>13.31</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 工程施工业务

公司工程施工业务集中于道路桥梁等基础设施建设领域，凭借多年来在高速公路、特大型桥梁、隧道等领域施工积累的技术优势，公司路桥工程业务的施工能力很强。同时，公司利用投资业务联动施工建设，带动施工业务发展。

营销方面，公司工程施工项目通常通过公开招标的方式获取，由公司经营计划部及下属分子公司经营部门收集网络报纸等媒体刊登的招投标信息、联系相关政府管理部门、与现有客户持续沟通、与潜在客户直接联系、与长期合作方互通信息等方式进行工程信息收集，并负责有关工程招投标的文件的整理，初步评审投标的可行性，上报分管高管人员审批；高管人员审批投标后，相应部门设立投标项目组，组织编写投标文件，经审批后参与投标。随着多年业务积累，公司及下属各工程公司均与客户建立良好的关系，并与建筑行业内的各专业机构保持密切联系。

工程施工方面，项目中标后，公司工程管理结算中心进行项目的标后成本测算，以测算结果作为预算成本进行成本控制。公司工程管理结算中心牵头相关部门负责项目的事前、事中、事后的全过程控制，根据业主批准核实的工程量清单、实际施工进度、基础资料和设计变更，对项目的成本预测、完工稽核等进行监督。工程项目合同签订后，公司按照合同规定和业主要求组建项目部，负责人员组织、设备调遣，材料采购，施工组织设计和现场施

工准备。施工阶段，项目部严格按照合同要求的技术标准、质量控制规定、安全和环境保护要求，进行工程施工流程的控制与管理。

市场开发方面，公司紧抓“一带一路”、“长江经济带”和四川省“三大发展战略”等市场机遇，强化片区经营，持续拓展市场，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月新签合同总额分别为 198.77 亿元、474.52 亿元、691.02 亿元和 115.83 亿元，巩固了路桥施工主业优势。分业务模式来看，2016 年以来国内在基础设施建设领域大力推动政府与社会资本合作建设模式，公司积极响应，通过控股及参股投资等多种方式获取 BOT 及 PPP 项目的施工合同，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司 BOT 及 PPP 施工项目新签合同总额（包含参股投资项目按权益比例获取的施工合同）分别为 77.89 亿元、265.02 亿元、249.13 亿元和 41.84 亿元。分区域来看，公司新签合同主要位于四川省内，在四川省建设“西部综合交通枢纽”、“综合运输大通道”的背景下，公司 2017 年以来获得的省内路桥施工业务量大幅上升，占新签合同额的比重显著增加；省外市场方面，公司在重庆和贵州等周边省份拓展情况良好；海外市场方面，公司积极实施“走出去”战略，2018 年海外市场累计中标金额约 22 亿元，成功开辟科威特和埃及市场，中标科威特 RA259 路桥项目和埃及苏伊士运河桥 EPC 工程。整体来看，2017 年以来，在全国公路建设投资高景气度的带动下，公司近两年新增中标项目规模持续较快增长，现有项目储备充足，能对公司经营形成有力支撑，随着项目的逐步推进，未来

公司业务规模有望进一步扩大。

**表 3：2016~2019.Q1 公司新签工程施工项目合同构成情况**

单位：亿元

新签合同额	2016	2017	2018	2019.1~3
按业务模式：				
施工总承包	120.88	209.5	441.89	73.99
BOT、PPP施工	77.89	265.02	249.13	41.84
<b>合计</b>	<b>198.77</b>	<b>474.52</b>	<b>691.02</b>	<b>115.83</b>
按区域：				
省内	129.24	396.82	533.58	75.15
省外	69.03	75.50	135.56	18.09
海外	0.50	2.21	21.88	22.58
<b>合计</b>	<b>198.77</b>	<b>474.52</b>	<b>691.02</b>	<b>115.83</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

工程施工方面，公司紧抓四川省“十三五”期间

**表 4：截至 2019 年 3 月末公司重大在建项目概况**

单位：亿元、%

项目名称	合同金额	完工百分比	回款金额
峨眉至汉源高速公路项目2标段施工总承包	101.88	17.50	18.84
成都至宜宾高速公路工程施工图设计施工总承包ZCB3标段	71.73	26.20	14.75
峨眉至汉源高速公路项目1标段施工总承包	48.63	18.60	9.37
成都至宜宾高速公路工程施工图设计施工总承包ZCB4标段	40.29	27.80	8.37
攀枝花—大理（四川境内）高速公路项目	37.69	80.10	25.06
巴中至南充至广安（川渝界）高速公路TJ1合同段	34.94	99.10	34.89
叙永至威信（四川境）高速公路工程项目TJ标段	33.80	41.90	5.22
G8515线荣昌至泸州段（四川境）高速公路项目TJ标段	25.63	77.20	13.62
新建成都至贵阳铁路乐山至贵阳段站前工程CGZQSG-6标段	25.46	99.90	24.72
宜宾临港经济技术开发区沿江老工业区基础设施项目（二期）PPP项目	24.39	28.50	3.34
<b>合计</b>	<b>444.44</b>	<b>-</b>	<b>158.18</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

工程结算及回款方面，合同签订后一般由项目业主支付 10%的开工预付款，工程开工后，由项目业主根据工程进度定期办理工程计量支付，并结算工程款，但公司项目业主多为政府相关主体，办理结算与支付进度较滞后，使得公司存货及已完工未结算资产规模较大。工程竣工验收后，业主支付除 5%的质量保证金以外的剩余应付工程款，质保期届满后，业主支付剩余质保金。近年来，部分项目业主支付工程进度款周期放缓，加之 PPP 项目投入形成的长期应收款迅速增长，公司整体回款效率有所下降。

原料采购方面，公司的日常采购分为大宗物资

全面建设西部经济发展高地及西部综合交通枢纽的关键时期，在建项目持续顺利推进。截至 2019 年 3 月末，公司重大在建工程施工项目包括峨眉至汉源高速公路项目 1 标段及 2 标段施工总承包、成都至宜宾高速公路工程施工图设计施工总承包 ZCB3 标段及 ZCB4 标段施工部分、峨眉至汉源高速公路项目 1 标段施工总承包、攀枝花至大理（四川境内）高速公路项目和巴中至南充至广安（川渝界）高速公路 TJ1 合同段等，上述重大在建施工项目合同总金额达 444.44 亿元，完工百分比对应合同额 188.02 亿元，累计已回款 158.18 亿元，重大在建项目回款情况尚可。

采购、主要物资采购、地方材料采购和其他采购四类。其中，大宗物资（如水泥、钢材、钢绞线和沥青等）采购实行招标采购，公司直管项目大宗物资由公司物资设备部或授权下属公司或项目部负责采购事宜，下属公司自管项目大宗物资采购由其自行组织采购事宜。主要物资（除大宗物资外的主要材料）采购按采购计划总额分类，全期计划采购总额大于 100 万元的由所属公司实行公开招标采购；全期计划采购总额大于 50 万元的由所属公司实行邀请招标采购；全期计划采购总额小于 50 万元的由项目部直接采购。地方材料（如砂石等）采购实行招标或限价采购，由相关负责人进行实地调查，

项目部根据调查情况负责采购。其他物资（如波纹管、锚具、铁石、炸药、小五金等）采购由项目部报所属公司审批后执行，此外对于一些使用数量少、不影响主体工程质量、要求不高的物资可根据实际情况就近或定点比价自行采购。公司凭借较高的区域市场地位，对上游供应商拥有一定的议价能力，在回款速度减缓的同时应付供应商款项规模也相应增长，一定程度上缓解了公司面临的资金周转压力。

整体来看，受益于四川省基建投资的高速增长，公司项目承接情况良好，项目储备充足，工程施工业务规模有望持续增长。

## 投资运营类业务

公司在巩固路桥施工主业优势的同时，凭借其自身强大的施工资质与技术实力进行业务的延伸拓展，积极开展路桥投资运营类业务，以提升其资产质量和盈利能力。

从投资业务类型来看，公司对于 BT、BOT 和 PPP 项目均有投资。BT 项目在快速带动业务规模并开拓高端市场方面具有较强推动力，但随着相关国家政策的出台，地方政府资金平台开展 BT 业务受到限制，公司已不再承揽 BT 项目。公司前期投资的 BT 类项目均已进入回购期，截至 2019 年 3 月末，公司在手 BT 项目共 6 个，计划总投资 38.01 亿元，累计完成投资 33.88 亿元，同期末累计收到回购款 47.79 亿元。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司 BT 项目投资情况

项目名称	股权比例	计划总投资额	单位：亿元、%	
			已完成投资额	已完成回购额
宜宾岷江一桥（蜀南路桥）	85.23	1.75	1.75	3.19
宜宾金沙江戎州大桥（中坝桥）	60.00	1.97	1.97	4.14
宜宾菜园沱长江大桥（长江桥）	65.00	3.57	3.57	6.07
泸州绕城公路	66.67	3.29	3.29	5.65
仁寿 BT 项目	57.14	10.27	6.14	10.03
重庆双碑隧道 BT 项目	51.00	17.16	17.16	18.71
<b>合计</b>	-	<b>38.01</b>	<b>33.88</b>	<b>47.79</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

BOT 模式是目前基建投资领域重要业务模式

之一，公司的 BOT 项目均为高速公路建设及运营项目，通过建成后在特定期限内的运营管理收回投资成本并获得投资收益。公司对于高速公路 BOT 项目的选取较为谨慎，主要选择四川省及周边路产质量良好的收费公路项目。截至 2019 年 3 月末，公司在建的 BOT 投资项目为江习古高速 BOT 项目，由公司持股 100%，该项目计划总投资 101.74 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 99.50 亿元，项目资本金已全部到位。同期末，公司无拟建 BOT 投资项目。

截至 2019 年 3 月末，公司在手 BOT 高速公路 5 条，已建成投入运营总里程 388.32 公里，其中成绵复线和成自泸（内自段）两条高速公路于 2012 年投入运营，内威荣和自隆两条高速公路于 2016 年投入运营，江习古高速江津至习水部分路段 2018 年初已通车运营，其控制性工程赤水河特大桥于 2019 年完工后，江习古高速将实现全面通车。已投运路产方面，成绵复线和成自泸（内自段）高速已进入成熟期，但内威荣、自隆和部分投运的江习古高速尚处于培育期，通行费收入暂时无法覆盖成本和支出，公司高速公路运营业务近期整体仍将处于小幅亏损状态。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司获得路桥通行费收入分别为 9.11 亿元、10.75 亿元、12.60 亿元和 3.51 亿元。随着在手路产逐步进入成熟期，未来通行车流量将不断提高，公司通行费收入或将稳步上升，对公司收入增长提供良好支撑。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司运营高速公路概况

路段名称	收费里程	计划总投资	收费权截止日期	单位：公里、亿元	
				通行费收入 2018	通行费收入 2019.1~3
成绵复线	86.19	59.49	2038 年 10 月	4.13	1.15
成自泸（内自段）	112.94	66.97	2041 年 7 月	6.21	1.66
内威荣	62.76	42.29	2046 年 8 月	0.65	0.20
自隆	51.00	48.55	2046 年 4 月	1.16	0.32
江习古	75.43	101.74	2047 年 11 月	0.44	0.18

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年以来，国家及地方政府在基础设施建设领域大力推广 PPP 模式，公司在该领域积极进行市场拓展，2016~2018 年，公司承揽的 PPP 项目总投

资额分别为 205.12 亿元、49.35 亿元和 149.63 亿元，2017 年公司在控制财务杠杆的经营背景下加强 PPP 项目的筛选，承揽规模显著下降；2018 年以来，随着 PPP 模式逐步规范化，公司在保持项目筛选标准的前提下持续拓展投资 PPP 项目，当年承揽规模有所回升。公司承揽的 PPP 项目以国道、省道、市政道路和桥梁项目为主，项目主要分布在四川省内各地。截至 2019 年 3 月末，公司在建的 PPP 项目 15 个，预计总投资 191.27 亿元，累计已完成投资 82.00 亿元，2019 年计划投资额 50.32 亿元，其中公司权益投资额合计 41.82 亿元，累计权益投资完成额 17.49 亿元。同期末，公司已中标尚未开建的 PPP 项目 6 个，预计总投资 97.09 亿元，其中公司权益投资额合计 16.55 亿元。2017 年 11 月以来，PPP 项目入库标准及合规政策趋严，公司目前尚有 3 个

中标 PPP 项目未进入财政部管理库，分别为宜叙高速公路夔玉山互通至石海景区连接线 PPP 项目、国道 210 线达州市南北过境段项目和乐山市金口河区绿色生态宜居城市基础设施建设 PPP 项目。中诚信证评注意到，PPP 项目中政府扮演多种角色，主导的工作包括需求分析、特许权授予、产品购买、土地供给和提供税收优惠等，建筑企业在与地方政府合作中可能面临地方政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进存在一定的不确定性。此外，PPP 项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确及退出机制不完善等一系列问题，对公司的资金管理和风险控制能力提出更高的要求。中诚信证评将对公司 PPP 项目后续入库情况及实施进展保持关注。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司在建的 PPP 项目情况

项目名称	总投资额	累计投资	股权比例	运营/回购期	2019 年计划投资	建设期	单位：亿元、%、年	
							公司应出投资本金	公司已出投资本金
四川省宜宾南溪长江公路大桥 PPP 项目	6.45	6.58	90	10	0.63	2015.5-2018.5	1.56	1.57
宁波市北环东路（世纪大道-东外环路）快速化改造工程	10.54	6.90	80	8	4.00	2016.3-2019.3	1.57	1.57
西昌市绕城公路（G108、G248、G348 线西昌市过境段）PPP 项目	45.00	7.64	100	12	13.00	2016.3-2019.3	13.50	4.00
习水县环北大道（伏龙至黄木坪段）PPP 项目	8.33	8.25	90	10	0.57	2016.4-2018.4	1.98	1.98
兴文县纳黔高速公路连接线二期工程 PPP 项目	5.60	4.50	90	8	0.40	2016.5-2018.5	1.26	1.26
广元苍溪县易地扶贫搬迁项目赵家山安置区主干道工程 PPP 项目	4.71	2.44	75	10	0	2016.7-2018.7	1.13	1.13
乌蒙山叙永县水潦乡至古蔺县太平镇农村扶贫公路建设工程 PPP 项目	12.30	12.49	95	10	2.83	2016.10-2018.4	3.50	0.68
国道 G245 巴中至金平公路仪陇段改扩建工程 PPP 项目	15.00	14.49	90	8	0.60	2016.12-2018.12	2.11	-
宜宾市盐坪坝长江大桥及连接线工程	18.69	8.43	95	12	7.42	2017.1-2020.3	4.28	3.10
阳泉市郊区 G239 改线工程 PPP 项目	12.69	1.16	90	15	3.87	2018.5-2020.5	1.40	0.70
南充顺庆-蓬安-营山一级公路 PPP 项目顺庆段	12.49	2.95	90	13	5.00	2017.10-2019.12	2.25	-
乐山五通桥经犍为（高铁站）至沐川快速公路建设项目（五通桥段）	7.50	2.78	95	15	2.00	2018.2-2020.8	1.43	-
顺蓬营一级公路营山段（G244 和 S305 线改线工程）PPP 项目	8.62	0.55	90	12	5.00	2018-2020	1.55	0.60
南部县嘉陵江三桥工程项目	12.03	0.84	95	14	2.50	2018.9-2021.3	2.86	-
三江新区昭化片区基础设施建设项目	11.32	2.00	90	10	2.50	2019-2021	1.44	0.90
<b>合计</b>	<b>191.27</b>	<b>82.00</b>	-	-	<b>50.32</b>	-	<b>41.82</b>	<b>17.49</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：截至 2019 年 3 月末公司已中标尚未开建的 PPP 项目情况

单位：亿元、%、年

项目名称	总投资额	股权比例	运营/回购期	公司应出资本金	2019 年投资计划	是否已入库
宜叙高速公路樊王山互通至石海景区连接线 PPP 项目	20.90	95	17	5.23	2.00	财政部储备清单项目识别阶段
四川省广元市国道 212 线南山隧道工程 PPP 项目	12.82	85	10	2.56	4.20	财政部管理库采购阶段
国道 210 线达州市南北过境段项目	19.45	60	18	5.00	0	进入财政部储备清单
乐山市金口河区绿色生态宜居城市基础设施建设 PPP 项目	1.50	5	10	0.30	0.0008	进入财政部储备清单
国道 318 渠县绕城快速通道工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	13.98	10	13	0.28	0.43	进入财政部管理库
孟加拉达卡绕城公路 PPP 项目	28.44	60	22	3.18	4.00	-
<b>合计</b>	<b>97.09</b>	-	-	<b>16.55</b>	<b>10.63</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 贸易销售业务

公司贸易销售板块主要为建筑材料、沥青、金属材料等的贸易、销售、物流业务，由公司下属子公司四川中航路桥国际贸易有限公司（以下简称“中航路桥”）经营。中航路桥主要依托公司获取的 BOT 和 PPP 施工项目，参与集中招标采购供应项目所需主材（钢材、水泥、钢绞线、沥青），各分子公司自管项目的部分主材供应，参与生产加工部分 BOT 和 PPP 施工项目的地材供应，以及公司海外项目的部分材料设备的供应及出口退税工作，同时积极拓展外部市场的贸易工作，近年来拓展了矿粉、煤炭、电解铜、燃料油、电缆、白糖及外加剂等贸易品种。

中航路桥的主要贸易品种为钢材和水泥，采取以销定采的业务模式，同时根据预计的后续施工进度，进行小规模备货，一般根据销售地区就近确定采购地，仓储和物流主要由供应商负责。结算方面，中航路桥对公司内部和关联施工单位的销售基本在当月末结清，外部单位的销售占比较少，结算方式以现款为主。

2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，中航路桥在抵消内部交易前实现的贸易销售收入分别为 46.29 亿元、94.15 亿元、93.97 亿元和 13.96 亿元，其中钢材作为主要贸易品种销售收入占比分别为 53.27%、38.31%、53.35%和 56.72%。除钢材、油料、水泥和沥青外，中航路桥其他贸易物资收入比重存在一定波动，主要由经营管理人员流动带来的业务资源变化所致。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司合

并口径取得的贸易销售收入分别为 45.26 亿元、64.10 亿元、75.47 亿元和 9.98 亿元，毛利率分别为 0.93%、0.32%、-0.17%和 2.97%，初始获利能力弱，中诚信证评将持续关注贸易销售业务对公司整体盈利能力的影响。

表 9：2016~2019.Q1 中航路桥贸易物资销售情况

单位：亿元、%

贸易物资种类	2016 年销售收入	占比
钢材	24.66	53.27
矿粉	8.48	18.32
水泥	4.68	10.11
沥青	3.64	7.87
机电	1.88	4.07
贸易物资种类	2017 年销售收入	占比
钢材	36.07	38.31
油料	32.04	34.03
水泥	7.28	7.73
电解铜	5.20	5.53
沥青	5.05	5.36
贸易物资种类	2018 年销售收入	占比
钢材	50.14	53.35
水泥	9.69	10.31
机电	4.67	4.97
沥青	3.56	3.79
油料	1.40	1.49
贸易物资种类	2019 年 1~3 月销售收入	占比
钢材	7.92	56.72
水泥	2.42	17.35
砂石	0.70	5.00
沥青	0.67	4.78
矿粉	0.27	1.91

注：上表数据未抵消内部交易。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 水力发电业务

公司水力发电业务主要由下属控股项目公司四川巴河水电开发有限公司（以下简称“巴河水电公司”）以及四川巴郎河水电开发有限公司（以下简称“巴郎河水电公司”）负责运营。公司水力发电业务主要采取与当地合作，共同开发的模式，即公司充分发挥自身的竞争优势，与当地相关的水电开发公司或能源投资公司共同投资设立项目公司，进行当地水电项目的开发。开发后由项目公司进行运营，收入主要来源于各水电项目公司所生产的电力，根据四川省物价局核定的上网价格销售给四川省电力公司，上网价格受到四川省发改委发布的分季节分时段浮动电价政策影响。

2016~2018年及2019年1~3月，公司水力发电业务分别实现收入1.74亿元、1.77亿元、1.95亿元和0.39亿元。其中，四川巴河流域水电开发包括两级电站双滩水电站总装机6.4万千瓦，年平均发电量2.97亿千瓦时；四川巴郎沟水电项目位于甘孜藏族自治州康定县孔玉乡境内的大渡河上游右岸一级支流巴郎沟，规划方案为两级开发，总装机容量为16.8万千瓦（第一级电站-华山沟水电站装机为7.2万千瓦，第二级电站装机-巴郎口水电站总装机容量9.6万千瓦），联合运行年平均发电量为7.7345亿千瓦时。公司水电装机容量较小，水电板块业务规模有限，但公司积极应对电力市场体制改革冲击和电力营销竞争，巴河流域和巴郎河水电项目均正常运行。

总体来看，公司新增中标项目规模持续大幅增长，项目储备充足，为业务持续良好发展奠定了基础；同时投资运营和贸易销售业务稳步扩张，公司业务多元化程度继续提升。

## 公司治理

### 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，建立了完善的公司治理结构，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范。

公司设有股东大会、董事会、监事会和经理层。股东大会是公司的权力机构，董事会由11名董事组成，设董事长1名，并可根据需要设副董事长1~2名；董事会下设战略决策、提名、薪酬与考核、审计四个专门委员会，承担董事会的特定职能，以提高决策的专业化水平。监事会由7名监事组成，其中职工监事不少于3名，设主席1名，可根据需要设副主席1名，对公司财务以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。经理层由董事会委任，负责日常的经营管理活动。公司设经理1名，副总经理3~5名，由董事会聘任或解聘，公司经理、副总经理、财务总监、董事会秘书和总工程师为公司高级管理人员。公司根据《公司法》等相关法律法规和《公司章程》的规定，建立了完善的法人治理结构，设立了董事会、监事会和经营管理层，制定了相应的议事规则及工作细则。同时，公司结合实际情况，设置了办公室、财务经营计划部、工程管理中心、人力资源部和物资设备部等共22个职能部门，具体执行管理层下达的任务。

### 内部管理

为加强内部控制，防范经营风险，公司制定了《内部控制风险管理办法》、《内部控制监督检查实施细则》和《内部控制管理规范》等规章制度。目前，公司内部控制制度涵盖了生产经营、管理、物资供应、人事、薪酬、财务管理、审计及信息披露等整个生产经营过程，确保各项工作有章可循。

财务管理方面，公司结合自身运营和行业具体情况制定了清晰的财务管理组织体系和财务内控制度，从制度上实现了资产与财务管理的统一，明确了公司财务管理体制和包括分、子公司在内的财务部门及相关职能部门的职责，并对筹资、资金、资产等进行了具体的规定。同时，公司财务管理制度还对成本和费用、收入和利润管理进行了明确。

对外担保方面，公司制定了对外担保管理办法，对“对外担保”行为的几种方式进行了明确，完善了对外担保批准的具体流程及相关权限的设置，进一步明确了后续对外担保的管理责任，及相应的风险管理及信息披露要求。

投资管理制度方面，公司本着投资活动应坚持

量力而行、科学决策、保证回报的原则建立健全投资管理责任制和投资项目经营责任制，明确了控股子公司及参股子公司的投资权限，分公司无投资权限；明确公司可以在不影响生产经营资金周转的情况下，购买能随时变现的有价证券；明确公司对短期投资及长期投资的核算方法。

融资管理方面，为规范运作和健康发展，加强公司的财务管理，规范公司的贷款、借款、委托贷款行为，使贷款、借款、委托贷款行为规范化、制度化、科学化，规避和减少决策风险，公司制定了资金借贷管理办法，明确了借贷决策权限、借贷管理要求、企业内部资金拆借管理要求。公司资金筹集实行统一管理，由公司财务部根据董事会决议，与金融机构或法律允许的其他主体衔接，取得金融机构的信贷额度，统一办理借贷事宜。

子公司管理方面，公司对全资子公司、控股子公司制定了以全面预算管理为主线，对重大投资、公司改制、固定资产购置、资金管理、贷款担保管理、信用管理等一系列规范化管理办法，对主要管理者的任免、财务会计制度的制定、劳动工资等进行了规范化管理。在此基础上，公司还相应制定了一系列规章制度：主要包括考评制度、主要管理者民主测评制度、经济责任审计制度、财务会计制度、信息化管理制度、内部审计制度、劳动工资制度、新闻宣传管理制度、合同管理制度等。

总体来看，公司根据自身的行业特点和业务模式建立了较为完善的内部控制制度，形成了较为规范的内部控制体系。

## 战略规划

公司按照中央“五位一体”总体布局、“四个全面”战略以及省委、省政府“治蜀兴川”决策部署，积极推动四川省构建现代综合交通运输体系，服务四川省全面建成小康社会、建设经济强省，支撑省铁投集团构建“千亿企业”，奋力推进“提质增效、转型升级、做优做强、兴企利民”四大任务，推动公司实现更高质量、更有效率、更可持续的发展，建设成为综合实力雄厚、经济运行高效、国际竞争力突出、品牌文化先进的现代化国际化综合性企业集团。

市场拓展方面，在四川省内公司将重点跟踪新开工高速公路、天府新区等城市经济区的城市道路和连接线工程以及沿江、绵九、乐西、成南扩容等省内重点项目，保持省内领先的市场地位。在省外市场，公司将以特大型桥梁、特长隧道为突破口，加强重点市场区域的市场维护和新兴市场拓展，并充分发挥资本运作项目的投资带动效果，提升承揽能力。

工程施工是公司的核心主业，也是培育多元产业的支撑。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；另一方面，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。

资本运营方面，公司将广泛参与国内PPP市场，提升投资建设运营一体化能力。同时，公司将把握“一带一路”、新型城镇化和天府新区建设等重大机遇，积极拓展新兴产业投资领域，继续优化产业布局，向矿产、水电和物流等多元领域扩张，培育新的利润增长点。此外，公司还将提高直接融资比重，积极探索资产证券化和融资租赁等新融资方式。

总体来看，公司业务拓展和战略规划的制定综合考虑了自身业务、品牌、人才和技术方面的特点和行业发展趋势，发展规划有望稳步实现。

## 财务分析

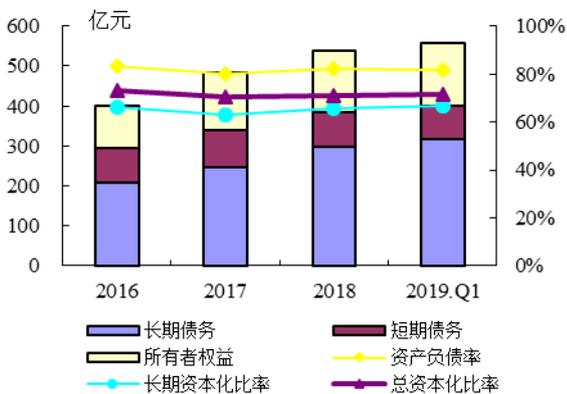
以下财务分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的2016~2018年度合并财务报告，以及未经审计的2019年一季度财务报表。

### 资本结构

随着项目投资的持续推进及自身施工业务的发展，近年公司资产规模保持扩张趋势，2016~2018年末总资产分别为634.80亿元、730.21亿元和860.94亿元。所有者权益方面，近年公司保持盈利经营，加之2017年完成非公开发行股票，自有资本实力大幅提升，2016~2018年末公司净资产分别为106.34

亿元、144.01 亿元和 154.83 亿元，三年复合增长率为 20.66%，整体保持较快增长。但随着大幅增长的新中标项目陆续开工，公司经营资金需求相应增加，仍需通过债务融资弥补资金缺口，导致以有息债务为主的负债规模亦呈逐年增长态势，2016~2018 年末负债总额分别为 528.46 亿元、586.19 亿元和 706.11 亿元，总债务分别为 293.85 亿元、341.20 亿元和 383.26 亿元，三年复合增长率分别为 15.59% 和 14.20%。

图 6：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来公司均呈现高杠杆的财务结构，2016~2018 年末资产负债率分别为 83.25%、80.28% 和 82.02%；同期，总资本化比率分别为 73.43%、70.32% 和 71.23%，2017 年公司财务杠杆水平稍有降低，主要受益于当年非公开发行股票的完成；随着在手 PPP 项目推进，2018 年公司长期债务规模增加，财务杠杆率有所回升。截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 860.04 亿元和 701.54 亿元，较上年末分别减少 0.10% 和 0.65%，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 81.57% 和 71.63%，与同行业上市公司相比，公司财务杠杆比率处于较高水平。

表 10：2018 年末路桥施工行业主要上市公司资本结构比较

名称	总资产	资产负债率
四川路桥	860.94	82.02
中国交建	9,604.76	75.05
山东路桥	238.92	73.38
北新路桥	228.58	83.51
浦东建设	118.11	48.76

数据来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司近年来保持以建筑施工和路桥 PPP 及 BOT 投资运营为主的双主业经营模式，呈现流动资产和非流动资产占比各半的资产结构。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司流动资产分别为 317.63 亿元、336.31 亿元、423.01 亿元和 416.34 亿元，占总资产比重分别为 50.04%、46.06%、49.13% 和 48.41%，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司货币资金分别为 74.37 亿元、95.67 亿元、107.14 亿元和 107.92 亿元，主要为银行存款，其中 2018 年末使用受限资金 1.88 亿元主要为保函保证金和银行承兑汇票保证金等，货币资金整体流动性较好。同期末，公司应收账款分别为 23.22 亿元、42.88 亿元、49.78 亿元和 50.29 亿元，账龄主要分布于 1 年内，2018 年末公司应收账款坏账准备余额为 1.56 亿元，同期应收账款周转率分别为 17.22 次、9.91 次、8.64 次和 5.12 次，部分项目业主付款进度放缓，公司回款效率相应逐年降低。同期末，公司其他应收款分别为 62.07 亿元、56.64 亿元、54.56 亿元和 56.01 亿元，主要为投标保证金、在建项目保证金、质保金和往来款等，截至 2018 年末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 43.33 亿元，其中账龄在一年以内的占比为 37.41%，1~2 年占比为 17.00%，2~3 年占比为 21.03%，期末已计提坏账准备 7.90 亿元；2018 年度其他应收款计提坏账准备 0.95 亿元，对公司盈利形成一定负面影响。同期末，公司存货分别为 148.09 亿元、131.32 亿元、195.42 亿元和 181.93 亿元，主要为施工成本及原材料，其中 2018 年末建造合同形成的已完工未结算资产占存货规模的 92.84%，受项目业主计量结算较为滞后的影响，公司存货规模增长较快，同期存货周转率分别为 1.85 次、2.09 次、2.19 次和 1.18 次，周转效率欠佳。

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司非流动资产分别为 317.17 亿元、393.90 亿元、437.93 亿元和 443.70 亿元，占总资产比重分别为 49.96%、53.94%、50.87% 和 51.59%，主要包括可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和无形资产。2016~2018 年末公司可供出售金融资产分别为 39.69 亿元、43.66 亿元

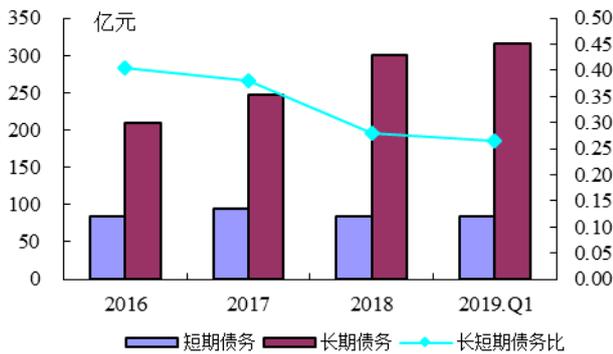
和 53.84 亿元，主要为对参股 BOT 项目的投资形成的按成本计量的可供出售权益工具，2018 年末投资对象主要包括四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司 8.89 亿元、四川宜叙高速公路开发有限责任公司 6.07 亿元、四川巴广渝高速公路开发有限责任公司 9.93 亿元、四川绵南高速公路开发有限公司 2.77 亿元、四川叙古高速公路开发有限责任公司 5.30 亿元和四川攀大高速公路开发有限责任公司 1.77 亿元等，2019 年起公司实行新金融准则，将原列入可供出售金融资产的参股 BOT 项目权益工具投资重分类为其他权益工具投资，截至 2019 年 3 月末，公司其他权益工具投资为 55.39 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期应收款分别为 10.01 亿元、41.70 亿元、60.96 亿元和 65.72 亿元，主要为 PPP 项目应收款，由于公司 PPP 项目近期新增投入较多，长期应收款规模相应迅速增长；同期末，公司固定资产分别为 24.69 亿元、23.90 亿元、23.24 亿元和 22.99 亿元，主要为房屋建筑物及施工运输机械设备等；2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司无形资产分别为 230.09 亿元、266.04 亿元、278.32 亿元和 277.25 亿元，主要为 BOT 项目特许经营权，随着公司投入运营的高速公路不断增加，无形资产规模相应呈增长趋势。值得注意的是，公司应收账款规模近年来增长较快，回款效率有所下降；且 PPP 项目形成的长期应收款回款周期较长，若未来项目所在地政府财政支付能力降低，公司或面临一定的回款及时性风险，中诚信证评将对公司的工程项目回款情况予以持续关注。

从负债结构来看，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 316.94 亿元、335.66 亿元、402.33 亿元和 380.49 亿元，占总负债的比重分别为 59.97%、57.26%、56.98%和 54.24%，主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司短期借款分别为 47.05 亿元、45.47 亿元、36.17 亿元和 33.45 亿元，其中 2017 年末及 2018 年末公司保证借款分别为 22.89 亿元和 13.40 亿元，信用借款分别为 22.58 亿元和 22.77 亿元，信用借款占比呈上升趋势。公司应付账款主

要为应付原材料和工程劳务款等，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 107.70 亿元、137.84 亿元、185.51 亿元和 155.53 亿元，账龄主要集中于 1 年以内，公司较强的议价能力使得其以应付账款为主的经营性负债规模较大。公司预收款项主要为预收的工程款，同期末分别为 64.15 亿元、40.85 亿元、60.86 亿元和 68.59 亿元，近两年公司中标项目规模迅速增加，随着项目推进，业主预付的款项规模相应增加。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应付款分别为 46.80 亿元、42.34 亿元、43.38 亿元和 46.11 亿元，主要为应付工程保证金。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 34.12 亿元、46.23 亿元、29.69 亿元和 24.74 亿元，主要为 1 年内到期的长期借款和应付债券。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他流动负债分别为 4.63 亿元、9.29 亿元、33.15 亿元和 38.22 亿元，2018 年公司成功发行两期短期融资券，规模合计 16 亿元，其他流动负债规模相应大幅增加。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司非流动负债分别为 211.52 亿元、250.53 亿元、303.77 亿元和 321.05 亿元，主要为长期借款和预计负债，截至 2019 年 3 月末上述两项分别为 321.05 亿元和 2.49 亿元，其中长期借款主要系以无形资产为标的的质押借款和保证借款，预计负债为公司根据已经投入运营的高速公路路面磨损情况预计的未来路面修复支出。

从债务结构来看，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务分别为 293.85 亿元、341.20 亿元、383.26 亿元和 400.20 亿元，同期长短期债务比分别为 0.41 倍、0.38 倍、0.28 倍和 0.27 倍。中诚信证评认为，公司 BOT 及 PPP 项目建设投资周期较长，资金需求量较大，以长期债务为主的债务期限结构有利于公司把控整体投资节奏及合理调配资金，降低相关项目的投融资风险，但较大的债务融资规模仍使其面临一定的偿债压力。

图 7: 2016~2019.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资本结构与其业务运营特点匹配，但负债水平较高，债务规模较大，随着后期新中标项目陆续开工，公司未来资金需求仍将持续增加，投融资压力短期内难以缓解。

### 盈利能力

近年来，受益于施工项目在建规模增长及结算进度良好，公司工程施工业务收入逐年增长，加之 PPP 及 BOT 运营、贸易销售等业务的扩张，公司整体收入规模呈增长趋势，2016~2018 年营业收入分别为 301.08 亿元、327.63 亿元和 400.19 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.07 亿元，同比增长 29.85%，同期新签合同额 115.83 亿元，充足的项目储备能够为公司业务持续发展提供有力支撑。

毛利率方面，公司工程施工业务收入占比较高，但该板块毛利率空间一般，2016~2018 年工程施工业务毛利率分别为 12.11%、11.30% 和 11.35%，基本保持稳定；同期，贸易销售业务呈微利经营状态，毛利率分别为 0.93%、0.32% 和 -0.71%；PPP 及 BOT 运营业务毛利率水平较高，同期分别为 65.18%、60.36% 和 48.48%，2018 年江习古高速部分路段通车试运行，尚处亏损期的新通车项目占比增加，该板块近年来毛利率水平有所下降。2016~2018 年，公司综合营业毛利率分别为 12.65%、11.08% 和 10.69%，受毛利率较低的贸易业务占比增加影响，公司综合毛利率小幅下降。2019 年 1~3 月公司工程施工业务毛利率有所回升，当期综合营业毛利率为 13.31%。

表 11: 2016~2019.Q1 公司主要业务板块毛利率

单位：%				
业务板块	2016	2017	2018	2019.Q1
工程施工	12.11	11.30	11.35	13.18
路桥 PPP 及 BOT 运营	65.18	60.36	48.48	48.90
水力发电	30.15	34.65	42.30	32.87
贸易销售	0.93	0.32	-0.71	2.97
其他	31.55	17.88	21.82	-7.19
<b>主营合计</b>	<b>12.61</b>	<b>11.01</b>	<b>10.65</b>	<b>13.37</b>
其他业务	22.97	19.37	26.94	3.11
<b>合计</b>	<b>12.65</b>	<b>11.08</b>	<b>10.69</b>	<b>13.31</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018 年公司期间费用合计分别为 17.44 亿元、19.18 亿元和 25.37 亿元，同期期间费用率占比分别为 5.79%、5.85% 和 6.34%，侵蚀了公司大部分获利空间，期间费用控制能力有待提升。具体来看，公司较大的债务融资规模使得财务费用成为公司期间费用的主要构成，2016~2018 年，公司财务费用分别为 12.57 亿元、13.86 亿元和 16.15 亿元；公司销售费用较少，主要为职工薪酬和业务经费，同期分别为 0.09 亿元、0.12 亿元和 0.24 亿元；管理费用（包括研发费用）主要为职工薪酬、研发费用、差旅和车辆使用费等构成，近年来呈增长态势，同期分别为 4.78 亿元、5.19 亿元和 8.98 亿元。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 6.27 亿元，占营业总收入比重为 9.79%，随着债务规模不断扩张，公司财务费用增长较快，期间费用率呈上升趋势。

表 12: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

单位：亿元、%				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.09	0.12	0.24	0.02
管理费用	4.78	5.19	6.42	1.72
研发费用	-	-	2.55	0.49
财务费用	12.57	13.86	16.15	4.04
期间费用合计	17.44	19.18	25.37	6.27
营业总收入	301.08	327.63	400.19	64.07
期间费用率	5.79	5.85	6.34	9.79

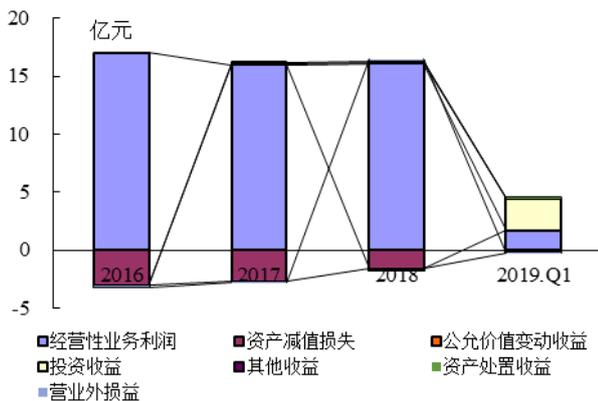
注：根据财会[2018]15 号文，新增“研发费用”项目，由“管理费用”项目下的“研发费用”拆分而来，之前年度未重述。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业

务利润构成, 2016~2018年及2019年1~3月经营性业务利润分别为17.04亿元、15.97亿元、16.09亿元和1.67亿元; 同期资产减值损失分别为3.02亿元、2.70亿元、1.59亿元和0.23亿元, 主要为坏账损失和存货跌价损失等。2019年公司向控股股东铁投集团转让四川视高天府新区建设投资有限公司(以下简称“视高公司”)57.14%股权, 转让对价为3.67亿元, 公司获得投资收益2.75亿元, 由于视高公司的主营业务变更为房地产开发, 该业务为控股股东开展的业务之一, 与公司主营业务范畴和业务发展规划不符, 为避免与控股股东形成同业竞争, 公司将视高公司股权转让予铁投集团。2016~2018年及2019年1~3月, 公司实现利润总额分别为13.81亿元、13.35亿元、14.86亿元和4.22亿元, 取得净利润11.37亿元、11.28亿元、12.07亿元和3.55亿元, 盈利情况良好。

图 8: 2016~2019.Q1 公司利润总额情况



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

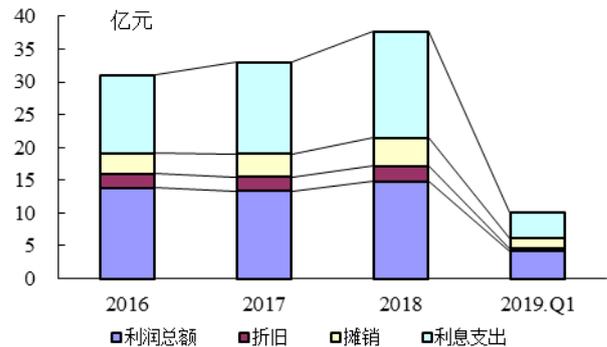
总体来看, 近年来公司营业总收入和净利润规模基本保持稳定, 近年来业务规模稳步上升, 且市场拓展情况良好, 项目储备充足, 能够对公司未来的经营业绩形成有力支撑。

## 偿债能力

获现能力方面, 公司EBITDA主要由利润总额、利息支出、摊销和折旧构成, 近年来随着利润总额和利息支出的增加保持平稳增长态势, 2016~2018年及2019年1~3月EBITDA分别为31.07亿元、32.97亿元、37.71亿元和10.00亿元。2016~2018年及2019年1~3月, 公司总债务/EBITDA分别为9.46倍、10.35倍、10.16倍和10.01倍; 同期EBITDA利息保障倍数分别为2.25倍、2.10倍、2.13倍和

2.51倍, EBITDA对债务本息的保障程度有所提升。

图 9: 2016~2019.Q1 公司 EBITDA 构成情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面, 公司对供应商有一定的议价能力, 能较好控制原材料和工程款付款结算节奏, 有助于缓解回款效率降低对公司经营性现金流带来的负面影响, 加之2018年业主预付款项规模增加, 2016~2018年公司经营活动净现金流分别为11.90亿元、11.85亿元和32.33亿元, 经营活动现金呈现净流入状态。同期, 公司经营活动净现金/总债务分别为0.04倍、0.03倍和0.08倍, 经营活动净现金/利息支出分别为0.86倍、0.68倍和1.82倍, 经营性现金流对债务本息的保障能力一般。受部分工程项目待年底集中回款影响, 2019年1~3月公司经营活动净现金流为-8.21亿元。

表 13: 2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	84.73	93.88	83.70	83.87
长期债务 (亿元)	209.12	247.31	299.56	316.33
长短期债务比 (X)	0.41	0.38	0.28	0.27
总债务 (亿元)	293.85	341.20	383.26	400.20
经营活动净现金流 (亿元)	11.90	11.85	32.33	-8.21
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.14	0.13	0.39	-0.51*
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.04	0.03	0.08	-0.09*
EBITDA (亿元)	31.07	32.97	37.71	10.00
总债务/EBITDA (X)	9.46	10.35	10.16	10.01*
EBITDA 利息倍数 (X)	2.25	2.10	2.13	2.51

注: 带“\*”指标经年化处理

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 作为上市企业, 公司在资本市场融资渠道较为通畅, 同时与多家金融机构保持着良好合作关系, 具备一定再融资能力。截至2019

年 3 月末，公司获得中国建设银行、中国工商银行和中国农业银行等多家金融机构共计 793.15 亿元的授信额度，其中尚未使用授信额度 273.82 亿元，备用流动性充裕。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼及仲裁事项。同期末，公司为联营企业宁波蜀通路桥建设有限公司提供担保 4.83 亿元，占期末净资产比例为 3.05%，担保比率较低。

总体来看，随着新中标项目陆续开工，公司未来资金需求仍将持续增加，债务规模将维持较高水平；但公司的区域竞争实力较强，项目储备充足，且融资渠道较为通畅，能够对公司未来经营业绩的提升形成有效保障。

## 结 论

综上，中诚信证评评定四川路桥建设集团股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“四川路桥建设集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

## 关于四川路桥建设集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

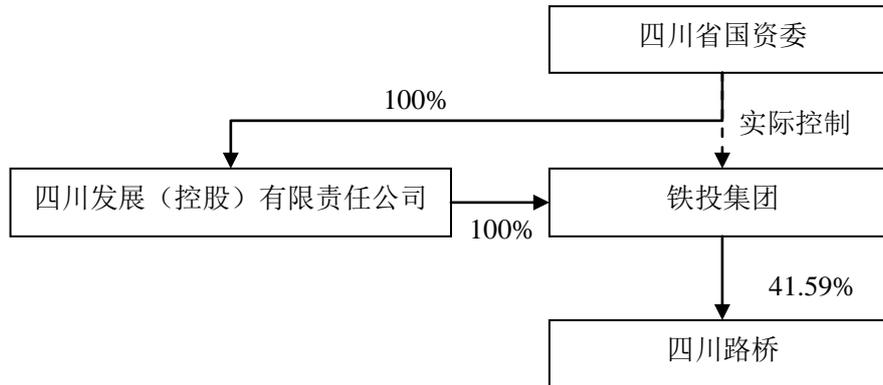
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

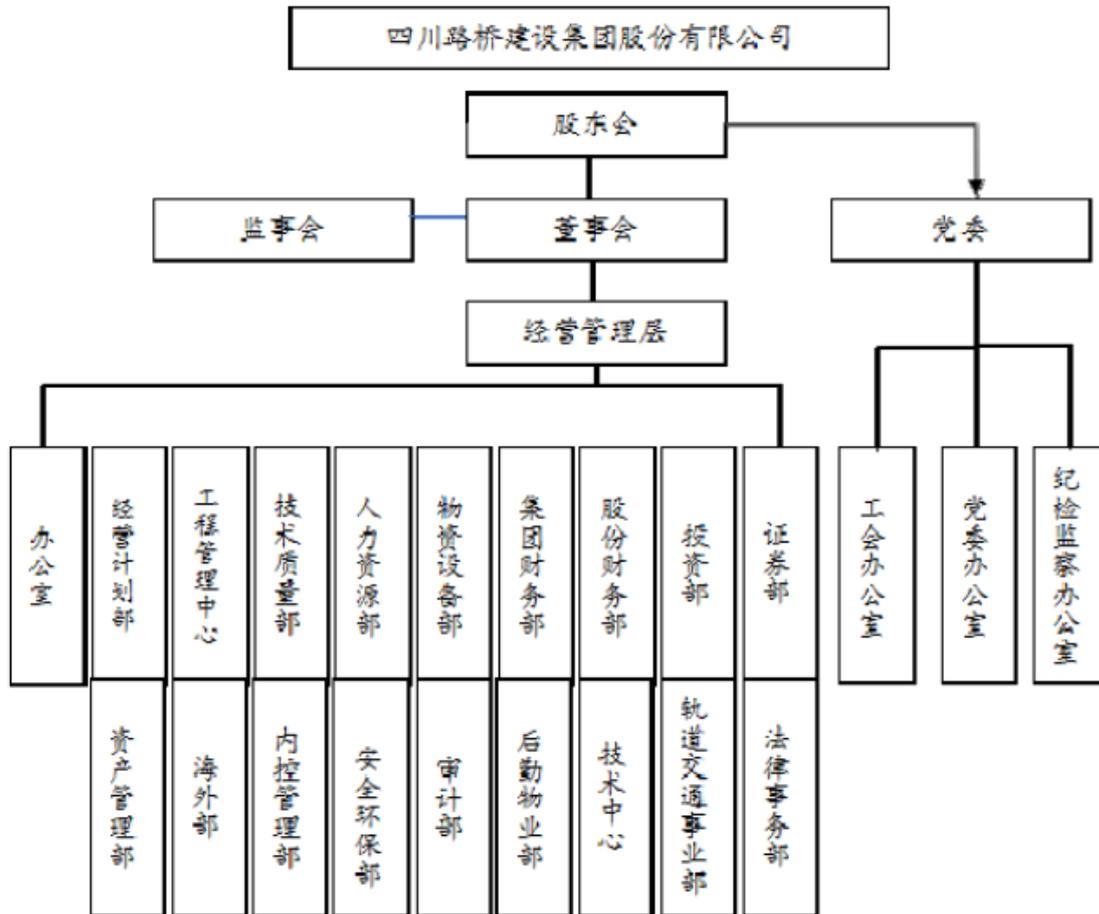
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：四川路桥建设集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：四川路桥建设集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：四川路桥建设集团股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	743,654.84	956,725.14	1,071,393.17	1,079,219.43
应收账款净额	232,208.23	428,786.93	497,800.38	502,923.05
存货净额	1,480,908.75	1,313,248.68	1,954,218.49	1,819,265.76
流动资产	3,176,263.90	3,363,099.06	4,230,083.98	4,163,398.30
长期投资	475,240.68	555,417.75	660,941.48	677,109.92
固定资产合计	250,733.78	242,704.01	236,725.25	233,348.29
无形资产	2,300,940.66	2,660,423.07	2,783,249.91	2,772,509.20
总资产	6,347,954.06	7,302,080.14	8,609,376.27	8,600,415.65
短期债务	847,289.34	938,803.21	836,968.29	838,734.33
长期债务	2,091,242.97	2,473,148.15	2,995,612.56	3,163,298.83
总债务	2,938,532.31	3,411,951.36	3,832,580.85	4,002,033.17
总负债	5,284,559.45	5,861,935.96	7,061,083.91	7,015,372.57
所有者权益（含少数股东权益）	1,063,394.60	1,440,144.18	1,548,292.36	1,585,043.08
营业总收入	3,010,834.51	3,276,282.11	4,001,922.14	640,681.26
期间费用前利润	344,823.78	351,496.91	414,659.03	79,448.72
投资收益	-58.97	821.33	1,246.17	27,484.72
净利润	113,743.26	112,797.47	120,690.70	35,467.73
EBITDA	310,687.61	329,677.12	377,068.26	99,996.90
经营活动产生现金净流量	119,013.76	118,516.07	323,292.99	-82,093.54
投资活动产生现金净流量	-381,518.04	-489,274.25	-443,099.83	-13,437.53
筹资活动产生现金净流量	404,207.57	598,583.17	232,369.59	95,242.73
现金及现金等价物净增加额	141,998.95	228,009.37	112,678.94	-300.79
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	12.65	11.08	10.69	13.31
所有者权益收益率（%）	10.70	7.83	7.80	8.95*
EBITDA/营业总收入（%）	10.32	10.06	9.42	15.61
速动比率（X）	0.53	0.61	0.57	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.03	0.08	-0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.13	0.39	-0.51*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.86	0.76	1.82	-2.06
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.10	2.13	2.51
总债务/EBITDA（X）	9.46	10.35	10.16	10.01*
资产负债率（%）	83.25	80.28	82.02	81.57
总资本化比率（%）	73.43	70.32	71.23	71.63
长期资本化比率（%）	66.29	63.20	65.93	66.62

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益，2019年1~3月财务指标中带“\*”的为年化指标；  
2、已将公司其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入当期长期债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{期间费用前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{期间费用率} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益平均余额}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



# 营业执照

（长期）发行使用

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

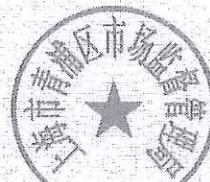
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



仅供四川路桥建设集团股有限公司2017年面向合格投资者



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

# 证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 中诚信证券评估有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



陈小中，证件号码:330482198410030317，于2015年05月17日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201505332021876033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



陈小中，证件号码:330482198410030317，于2015年06月07日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201506332282899033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



袁宇城，证件号码:341225199505042053，于2015年07月26日参加证券市场基础知识考  
试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201508342752134034



2015年07月



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



袁宇城，证件号码:341225199505042053，于2015年07月26日参加证券投资分析考试，  
成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201508342787642034



2015年07月