

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2012】第 Z【280】号

新疆北新路桥集团股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营和竞争地位、财务状况以及担保方式等方面对贵公司拟发行的不超过 4.8 亿元人民币的公司债券进行了分析和评估，经本公司资信等级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，本期公司债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后十个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司
资信等级评审委员会
二零一二年五月二十四日

新疆北新路桥集团股份有限公司

2012年不超过4.8亿元公司
债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

cninf
巨潮资讯

www.cninfo.com.cn

中国证监会指定信息披露网站

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

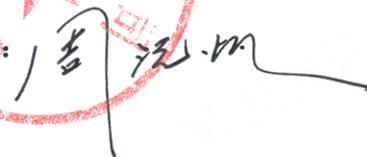
本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

新疆北新路桥集团股份有限公司

2012 年不超过 4.8 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA
 评级展望：稳定
 债券期限：6 年
 担保主体：新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司
 评级日期：2012 年 05 月 29 日

发行主体长期信用等级：AA
 发行规模：不超过 4.8 亿元
 担保方式：保证担保

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对新疆北新路桥集团股份有限公司（以下简称“北新路桥”或“公司”）本次拟发行的不超过 4.8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对北新路桥的外部运营环境、经营竞争情况、财务状况以及本期债券的担保方式等方面的综合评估确定的。

主要财务指标：

项 目	2012 年 3 月	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	450,375.75	425,151.29	290,430.69	183,943.17
归属于母公司所有者权益（万元）	117,385.68	116,857.42	78,580.65	69,777.11
资产负债率	73.17%	71.30%	72.10%	62.07%
流动比率	1.88	1.62	1.61	1.57
速动比率	1.21	1.11	1.13	1.05
营业收入（万元）	34,002.10	289,864.76	247,000.68	232,104.68
营业利润（万元）	-10.24	5,149.93	7,488.98	6,408.87
利润总额（万元）	275.04	6,909.06	8,326.79	6,835.61
综合毛利率	17.20%	12.27%	11.99%	10.10%
总资产回报率	-	4.11%	5.15%	5.62%
EBITDA（万元）	-	24,772.33	23,511.00	17,624.87
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	6.06	10.09
经营活动现金流净额（万元）	-2,767.42	-2,575.48	-20,169.71	12,033.94

资料来源：公司 2009-2011 年数据来源于审计报告，2012 年 1-3 月数据未经审计

基本观点：

- 公司承包资质较齐全，曾参与较多知名工程，具有较强的工程承接能力；
- 公司业务区域较广，在手订单较多，未来收入较有保障；
- 公司近年收入稳步增长，毛利率相对稳定，资本结构有明显改善；
- 新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的到期偿付提供了进一步的保障。

关注：

- 公路施工市场竞争激烈，公司应收账款及存货增长较快，存在一定的资金占用风险；
- 原材料、工费等价格的波动增加了公司成本控制难度；
- 公司资产规模相对较小，业务发展资金不足，且BT项目未来资金需求较大，存在一定的资金压力。

分析师

姓名：王婧 刘洪芳

电话：010-66216006

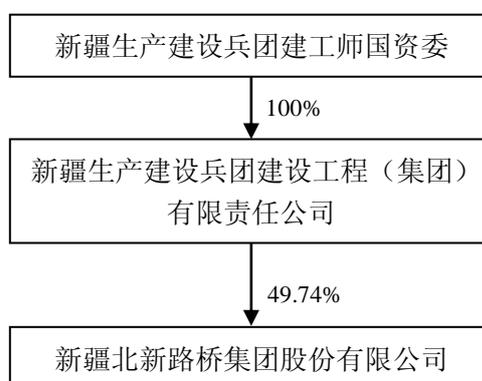
邮箱：wangjing@pyrating.cn

一、发行主体概况

新疆北新路桥集团股份有限公司（以下简称“北新路桥”或“公司”，股票代码：002307）于 2001 年成立，由新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司（以下简称“建工集团”）作为主发起人，联合新疆中基实业股份有限公司、新疆金石置业集团有限公司、新疆新通达机械工程有限公司、长安大学以发起方式设立，成立时名称为“新疆北新路桥建设股份有限公司”，后公司进行增资并于 2009 年 11 月在深交所上市，股票代码“002307”。2012 年 3 月 28 日，公司完成了工商变更登记手续，正式更为现名。

截至 2012 年 3 月 31 日，公司总股本 42,871.32 万股，其中有限售条件的流通股股份为 22,270.66 万股，占公司总股本的 51.95%；无限售条件的流通股股份为 20,600.66 万股，占公司总股本的 48.05%。建工集团持有公司 49.74% 的股权，为公司第一大股东，新疆生产建设兵团建工师国资委（以下简称“建工师国资委”）持有建工集团 100% 的股权。截至 2012 年 3 月 31 日，公司与实际控制人之间的产权和控制关系如下图：

图 1 截至2012年3月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至 2012 年 3 月 31 日，公司纳入合并范围的一级子公司共计 9 家，具体情况如下表所示：

表 1 截至 2012 年 3 月 31 日公司纳入合并范围的一级子公司情况（单位：万元）

被投资单位名称	实收资本	持股比例	主营业务
新疆北新投资建设有限公司	34,000	100%	路桥、基本建设投资，建材及商品混凝土加工销售，从事建筑相关业务等
新疆鼎源设备租赁有限公司	17,000	100%	机械设备和租赁与销售
新疆生产建设兵团交通建设有限公司	7,000	100%	公路、水利工程建设，市政建筑工程施工，工程建筑材料检测

新疆恒联工程机械有限公司	5,000	90%	公路、水利工程建设、市政工程施工
新疆北新基础工程有限责任公司	3,200	85%	地基与基础工程施工、设计、咨询服务
新疆北新福成矿业投资有限公司	1,000	51%	矿山建设、矿业咨询；销售；机械设备及配件
新疆北新四方土木工程试验研究所有限责任公司	206	100%	建筑材料检测、建筑工程试验检测
新疆中北运输有限公司	1,000	100%	普通货物运输；汽车配件、摩托车配件销售、汽车租赁等
深圳瑞锦实业有限公司	1,160	51%	精细化工产品、办公自动化产品、工程机械及其零配件、汽车零部件、建筑装饰材料、照明设备和交通器械设备商品的批发、进出口及相关配套业务

资料来源：公司提供

截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产为 425,151.29 万元，所有者权益合计为 122,033.86 万元，资产负债率为 71.30%；2011 年公司实现营业收入 289,864.76 万元，利润总额为 6,909.06 万元，经营活动产生的现金流量净额为-2,575.48 万元。

截至 2012 年 3 月 31 日，公司总资产为 450,375.75 万元，所有者权益为 120,818.62 万元，资产负债率 73.17%；2012 年 1-3 月，公司实现营业收入 34,002.10 万元，利润总额为 275.04 万元，经营活动产生的现金流量净额为-2,767.42 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2012 年新疆北新路桥集团股份有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）；

发行规模：不超过 4.8 亿元（含 4.8 亿元）；

债券期限：6 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；

发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权：发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 3 年的票面利率。发行人发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券存续期内第 3 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人；

债券的本金偿还及利息支付：本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

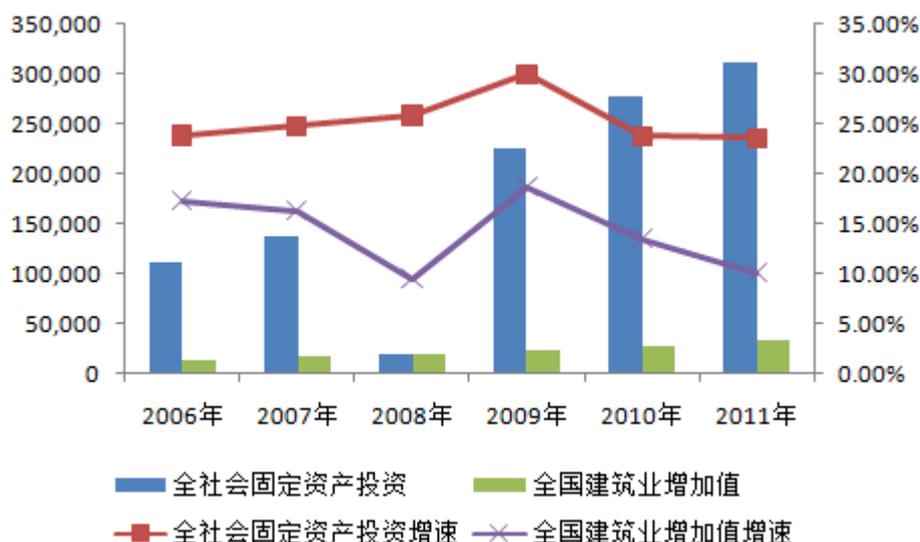
担保方式：本期公司债券由新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

三、运营环境

近年来中国宏观环境进入新一轮发展周期，全社会固定资产投资总额维持高速增长，并带动了相关行业的发展

进入 21 世纪以来中国宏观环境进入新一轮的发展周期，2006-2011 年全国 GDP 增速基本保持在 10% 左右；全社会固定资产投资总额增速更是维持在 24% 以上。2008 年 11 月 5 日，温家宝主持国务院常务会议，研究通过了进一步扩大内需，促进经济增长的十项措施，并出台了配合十项措施的巨额投资计划，提出到 2010 年底完成 4 万亿元投资，其中铁路、公路、机场、城乡电网建设占到了 45%，成为最重要的投资领域。近年来固定资产投资的高速增长推动了我国建筑行业的持续快速发展，2006-2011 年建筑业总产值的增速均保持在 10% 以上。

图2 2006-2011年全国建筑业增加值及全社会固定资产投资总额情况（单位：亿元）

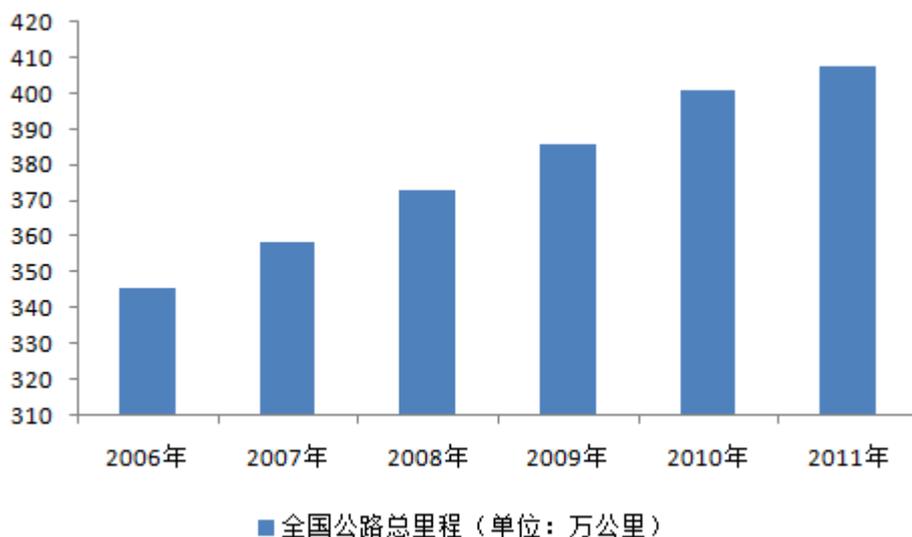


资料来源：国家统计局

公路交通一直是国家鼓励优先发展和重点支持的行业，近年来我国公路建设发展迅速；新疆处于西部大开发的前沿，未来公路施工行业发展空间较大

公路交通一直是国家鼓励优先发展和重点支持的行业，近年来我国公路建设发展迅速，公路网规模不断扩大，“十一五”期间公路总里程新增 66.30 万公里。2011 年，中国新增公路通车里程 7.14 万公里，其中高速公路 1.10 万公里，新改建农村公路 19 万公里。“十二五”规划提出公路总里程达到 450 万公里，国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里，覆盖 90% 以上的 20 万以上城镇人口城市。

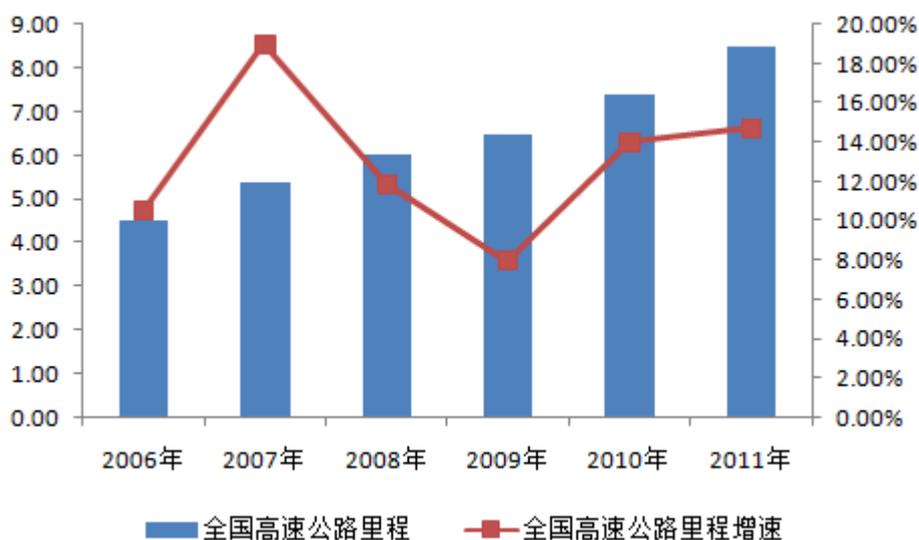
图3 2006-2011年全国公路总里程增长情况



资料来源：中华人民共和国交通运输部

经过多年的发展，我国的高速公路网络更加完善。“十一五”末，全国高速公路达 7.41 万公里，居世界第二位，比“十一五”规划目标增加 0.91 万公里，其中，国家高速公路 5.77 万公里，比上年末增加 0.54 万公里；全国高速公路车道里程为 32.86 万公里，“五纵七横” 12 条国道主干线提前 13 年全部建成，11 个省份的高速公路里程超过 3,000 公里。2011 年，我国高速公路里程达到 8.50 万公里，保持了高速增长趋势。

图4 2006-2011年全国高速公路里程（单位：万公里）



资料来源：中华人民共和国交通运输部

未来国家对公路建设的投资力度仍将保持强劲势头。根据交通运输部综合规划司司长孙国庆介绍，“十二五”期间我国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元，比“十一五”期

间总投资增长 31.9%，这其中大部分的资金将用于公路建设。

新疆处于西部大开发的前沿，又是辐射中亚地区的桥头堡。当前国家继续实施西部大开发战略，同时对口援疆、税收优惠等也将带动新疆基础设施建设的新一轮快速增长。“十一五”末，新疆公路网总里程达到 15.3 万公里，是西部大开发战略实施之初的 1.9 倍，其中高速公路 1,137 公里。目前新疆约 5,200 公里的高速公路被纳入我国公路交通“十二五”发展规划。交通运输部部长李盛霖介绍，到“十二五”末，新疆将形成高速公路主骨架，基本实现连接地州市及兵团师部的公路高速化。在国省干线改造方面，“十二五”期间计划支持新疆国省道改造里程约 4,800 公里，比“十一五”期增长一倍以上。到“十二五”末，国道二级及以上比重将由目前的 50% 提高到 70%，县市和绝大部分团场将通二级及以上公路。在运输场站方面，着力支持乌鲁木齐、喀什、石河子、霍尔果斯等国家公路运输枢纽建设。同时，将兵团 2,500 公里的干线公路纳入“十二五”规划，较“十一五”期间增加近 60%。

公路施工市场竞争激烈，且存在临时性资金占压风险；钢材、水泥等建筑材料价格波动较大，工费不断上涨，行业内企业成本控制难度增大；未来业内竞争优势的确立主要依赖资金、资质、人脉等因素

我国的公路施工市场集中度低，竞争激烈，利润水平较低。根据交通部网站的统计，截至 2011 年 5 月 9 日，我国拥有公路工程总承包一级以上资质的企业 849 家，其中拥有特级资质的企业 28 家；新疆地区没有拥有特级资质的企业，拥有一级资质的企业共 8 家。我国公路建设行业供求关系严重失衡，明显存在施工单位数量过多，竞争过度的情况，建设工程产品价格呈现下降趋势。

同时我国公路建设领域存在比较严重的地方保护和临时性资金占压现象。虽然各地区已普遍通过公开招投标来进行工程发包，但既有的地方保护还未能完全消除，对当地公路施工企业承接相关业务具有一定的保护倾向，并且在一定时期内将持续存在。在企业实际施工生产经营中经常出现由于建设方（业主）资金短缺而无法及时给施工单位进行支付工程款的现象，施工单位在生产中处于被动局面，资金经常被临时性占压。从表 2 可以看出，基建行业整体产权比率都较高。

表 2 基础设施建设行业 2011 年主要上市公司财务情况（单位：亿元）

简称	营业收入	营业利润	资产总计	负债合计	产权比率	流动比率	速动比率
中国中铁	4,607.20	90.24	4,687.32	3,873.82	5.38	1.18	0.68

中国铁建	4,573.66	99.30	4,229.83	3,572.64	5.52	1.13	0.89
中国交建	2,953.70	130.25	3,595.68	2,775.32	3.90	1.02	0.67
葛洲坝	465.40	20.26	663.16	522.02	4.69	1.22	0.70
中铁二局	595.21	8.23	393.74	334.33	6.35	1.11	0.72
四川路桥	67.16	2.31	85.25	69.82	6.28	0.93	0.43
粤水电	40.24	0.73	82.07	58.52	2.48	1.22	0.74
龙建股份	66.08	0.38	58.73	51.08	6.68	1.02	0.44
宏润建设	61.12	1.88	92.86	70.85	3.22	1.20	0.39
新疆城建	21.77	1.80	53.39	35.00	1.90	1.60	0.53
安徽水利	53.13	3.62	60.40	44.11	3.91	1.16	0.83
腾达建设	12.68	0.30	41.64	30.37	2.69	1.12	0.42
西藏天路	13.19	1.39	23.30	9.25	0.66	2.02	1.47
北新路桥	28.99	0.51	42.52	30.31	2.59	1.62	1.11
成都路桥	25.52	2.48	28.77	15.00	1.09	1.59	1.27
围海股份	13.01	1.00	17.45	9.25	1.17	1.42	1.41
浦东建设	11.42	3.94	130.86	88.06	3.42	1.53	1.24
行业均值	800.56	21.68	840.41	681.75	3.64	1.30	0.82

资料来源：wind 数据库，以申银万国三级行业进行分类

由于国际国内大环境的影响，钢材、水泥等建筑材料价格波动较大，工费不断上涨，导致行业内企业成本控制难度增大，项目施工资金极为紧张。建设方出于控制资金投入规模的原因，往往对施工材料不予调差或小范围的调差，使许多项目微利，甚至出现明显亏损。另外，人民币升值的影响往往使得海外的施工项目的利润空间被进一步压缩。

由于价格过低可能导致工程质量难以保证，目前我国公路工程的招标已经基本不采用低价中标的评标方式，转而采取如综合评标法等更为科学合理的评标方式。评标方式的改变可以避免纯粹比拼价格的恶性竞争，有利于维持公路施工企业的毛利率和降低施工项目停工的风险。而综合评分法的普及也意味着在财力、行业经验等方面综合能力更加强大的企业会继续扩大市场份额，而中小型企业由于综合竞争优势的缺乏而处于不利的地位。

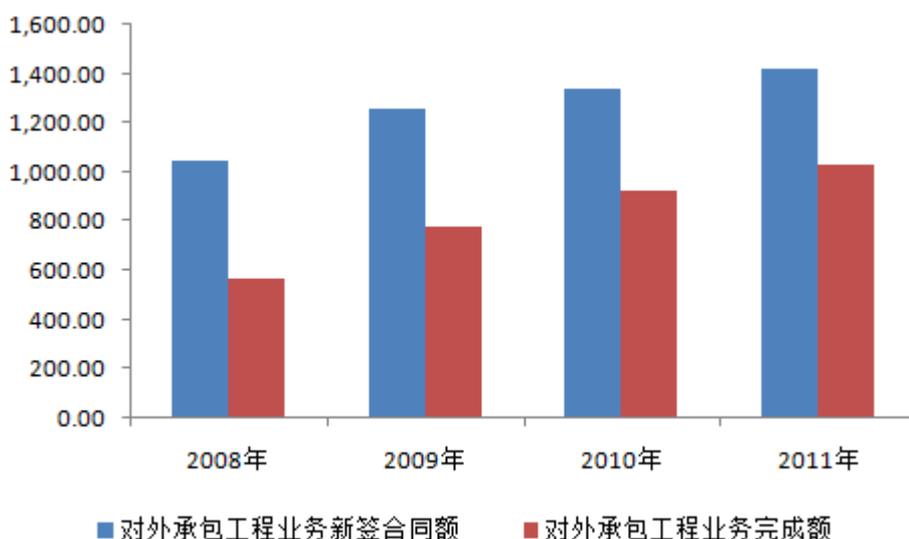
目前我国全国性的行业龙头主要有中国建筑股份有限公司、中国路桥工程有限责任公司、中铁一局集团有限公司等大型央企，由于拥有雄厚资金和资质以及强大的行政关系等优势在全国各地以及海外市场中承揽项目，占据了大量的市场份额；地域性的行业龙头如北京城建集团有限公司、河北路桥集团有限公司、北新路桥等，凭借在省内的区域性优势，立足于本地市场建设，同时也大力开拓区域外的市场。随着国内工程承包市场与国际模式的逐步接轨，国内路桥建筑行业传统经营模式正在改变，工程总承包项目（EPC）、融资建设项目（BT、BOT）等高端市场总份额快速扩大。未来我国公路施工的市场集中度可能会

有所提高，大型的央企可以凭借人脉、资金和资质上的优势，获取更多的市场份额，而公路建设提速的区域龙头也将因为地域优势而获得更多的订单。

近年来我国国际工程承包市场规模持续扩大，但海外工程项目的承接也面临一定的汇率风险和地缘政治风险

近年来，我国对外工程承包市场规模持续扩大。根据 2010 年国际权威的《工程新闻记录》(ENR) 统计显示，我国共有 54 家承包商进入世界 225 家最大国际承包商行列。2010 年，我国对外承包工程业务完成营业额 922 亿美元，同比增长 18.7%，新签合同额 1,344 亿美元，同比增长 6.5%。其中，新签合同金额在 5,000 万美元以上专案 488 个，较上年增加 48 个。

图 5 2008-2011 年我国对外承包营业额及新签合同额（单位：亿美元）



资料来源：WIND

我国对外承包工程主要集中在铁路、公路、电站、房屋建筑以及石油化工领域，并逐步向工业生产、电力工程、矿山建设、通讯等高端领域拓展。发包方式方面，业主为了降低投资风险，倾向于将整个项目发包给一家大型承包商，使发包项目的规模越来越大。国际承包商越来越多的采用项目融资、BOT、PPP（公私合营）等方式参与国际竞争。因此，承包商的综合配套能力、融资能力和风险控制能力成为其核心竞争力。

虽然我国建筑企业近几年来国际业务稳步拓展，但不同政治、经济和国家环境也给企业带来了地域风险。建筑企业在承接国外工程业务时，会面临政治风险、法治环境不同造成的合同条款的可变风险、汇率风险等，对于施工企业的运营管理和风险控制提出了更高要求。

四、经营与竞争

公司收入主要来自于公路工程施工，业务承接区域较广，近年收入稳步增长

公司的主营业务是公路工程施工，近年收入规模总体有所增加。从主营业务构成来看，公司收入主要来自于工程施工，同时商品销售收入（主要是融资租赁设备、销售建材等）2011年也有明显增加。产品销售收入和租赁收入主要是由于2011年子公司新疆北新投资建设有限公司收购了新疆天山玻璃有限责任公司和重庆市巴南区天顺碎石场所产生的。2010-2012年1-3月的利息收入系子公司北新投资提供的西部地区农民创业促进工程（合川）试点区草街示范园首期工程（BT项目）的前期资金按银行同期贷款利率上浮15%，收取的资金利息。

表3 公司近三年又一期主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012年1-3月		2011年		2010年		2009年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	32,956.49	15.13%	275,871.03	10.91%	241,658.76	10.55%	230,090.81	9.92%
商品销售	25.45	3.12%	4,964.22	5.25%	402.44	10.10%	884.95	5.65%
试验收入	6.24	-746.34%	647.41	67.16%	578.14	61.36%	691.26	58.98%
产品销售收入	15.51	24.01%	346.19	40.30%				
租赁收入	129.76	39.63%	876.86	76.24%				
利息收入	806.68	100.00%	2,959.55	98.81%	1,784.18	100.00%	-	--
其他			10.85	5.62%				
合计	33,940.13	17.10%	285,676.11	12.09%	244,423.51	11.32%	231,667.02	10.05%

资料来源：公司提供

目前公司市场区域已覆盖了新疆、陕西、重庆、长沙、内蒙等多个省区，同时辐射至中亚、南亚、北非等地区。公司项目收入区域来源较广，有效降低单一市场区域经营状况变化导致的不确定风险。近年来由于业主越来越多地按照路面、桥梁、隧道等细分市场分开招标，因此公司2011年将分开招标的项目收入单独列支。公司工程施工分区域具体业务收入、毛利率构成详见下表。

表4 公司近三年又一期工程施工收入区域构成（单位：万元）

项目	2012年1-3月		2011年		2010年度		2009年度	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
国内项目								
新疆片区	7,462.55	22.28%	62,761.85	8.52%	47,032.70	10.10%	28,921.44	8.84%
陕西片区	6,321.22	15.20%	45,328.34	11.21%	42,986.53	8.63%	42,907.76	9.19%

重庆片区	7,350.16	19.13%	15,378.43	7.15%	10,442.50	21.11%	13,140.89	9.17%
长沙片区	3,800.36	20.33%	18,220.39	14.23%	14,730.52	13.33%	295.20	29.57%
内蒙片区	137.54	0.91%	7,457.28	26.05%	8,936.19	20.82%	10,375.71	11.82%
路面项目	3,060.89	9.43%	26,274.18	11.42%				
桥梁项目	16.28	3.58%	7,805.69	4.90%				
隧道项目	427.13	3.50%	6,639.04	4.89%				
BT 项目	373.20	100.00%	17,377.24	22.98%				
其他	121.59	56.99%	920.20	81.83%			-14.64	-
小计	29,070.93	19.00%	208,162.65	11.78%	124,128.45	11.67%	95,626.36	9.42%
国 外 项 目								
阿尔及利亚	-	-	2,781.63	0.00%	62,142.99	13.38%	88,002.04	13.47%
巴基斯坦	1,878.48	10.62%	23,853.93	9.23%	24,193.35	13.18%	14,290.18	8.44%
吉尔吉斯斯坦	1,433.52	15.21%	37,276.68	10.22%	19,393.09	13.03%	11,391.83	10.71%
塔吉克斯坦	573.57	-14.09%	3,603.48	-11.49%	5,274.80	-74.84%	15,210.67	-8.88%
外蒙	-	-	192.66	-4.95%	6,526.09	14.14%	5,569.73	15.76%
小计	3,885.56	7.58%	67,708.38	8.25%	117,530.31	9.36%	134,464.45	10.27%
合计	32,956.49	15.13%	275,871.03	10.91%	241,658.76	10.55%	230,090.81	9.92%

资料来源：公司提供

总体来看，受益于国内经济的持续发展和公路交通基础设施投资规模的扩大，公司近年国内项目收入稳步增长，尤其是新疆片区受政策拉动较大，该片区收入快速增长。公司国外项目由于受更多因素影响，收入波动较为明显。同时国内国外毛利贡献差额逐渐缩小，2010 年国内毛利贡献已超越国外毛利贡献。受国际经济形势和政治形势的影响，公司 2011 年国外项目收入、毛利率均下降较多。

公司承包资质较齐全，曾参与较多知名工程，具有较强的工程承接能力，但也面临资产规模小，业务发展资金不足的情况

公司主要拥有以下经营资质：公路工程施工总承包壹级；公路路面工程专业承包壹级；公路路基工程专业承包壹级；桥梁工程专业承包壹级；隧道工程专业承包贰级、土石方工程专业承包三级、对外援助成套项目 A 级实施企业资格。目前正在申请工程特级资质以及援外资质。工程特级资质申请成功可以满足更多大型项目的门槛要求，并且可以获得更高的利润率；援外资质申请成功可获得利润率较为稳定的国际项目，开拓国际市场。

公司曾参与阿尔及利亚东西高速公路项目、塔吉克杜尚别-乌兹别克公路工程、渝湛国道干线高桥遂溪高速公路、农十师额尔齐斯河大桥工程、国道 217 布尔津克拉玛依公路改

建、内蒙哈磴高速公路、西安绕城高速公路等项目，拥有较为丰富的项目经验，先后荣获“詹天佑土木工程奖”、“天山杯”、“市政金杯示范工程奖”等多项行业和社会荣誉，且多个施工工法获自治区级工法，是农业银行“AAA级授信企业”和国家级“守合同、重信用”单位。

公司目前国内主要业务模式为施工总承包。公司2004年进入国外市场，大多数项目集中在中亚、非洲等地，获得项目的方式主要有两种，一是组建联营体投标，主要是与中国路桥、中信集团国华国际工程承包公司（现已更名为中信建设有限责任公司）合作，主要的工程项目有阿尔及利亚20亿元的公路项目、塔吉克杜尚别-乌兹别克6.51亿元公路项目；二是公司自身在境外通过竞标获得工程项目。

公司近年项目承接情况详见下表。分区域来看，公司近年疆内承接项目个数、金额明显增加；国内（疆外）项目在2009-2010年有明显增加，但受信贷紧缩政策影响，2011年以来大幅减少；国外区域由于存在诸多不确定因素，承接项目金额有所波动。

表5 公司2008-2012年3月末项目承接情况（单位：个、万元）

项目	2012年3月末	2011年	2010年	2009年	2008年
当年新承接项目个数	2	22	21	19	12
其中：疆内	1	13	8	5	5
国内（疆外）	1	5	6	10	3
国外	0	4	7	4	4
一亿元以上项目个数	2	8	16	7	6
当年新承接项目金额	49,784	343,741.31	482,290.67	283,034.53	136,185.78
其中：疆内	25,000	121,683.49	75,167.74	14,681.66	26,934.24
国内（疆外）	24,784	134,711.34	304,873.30	115,815.57	38,609.79
国外	0	87,346.48	102,249.63	152,537.30	70,641.75
一亿元以上项目金额	49,784	298,639.85	447,360.08	221,347.46	117,767.79

资料来源：公司提供

截至2012年3月31日，公司已签约订单分布情况如表6所示，其中，1亿（含）以上项目在已开工未完工项目金额中占比95.92%。公司已签约订单前十大项目情况如表7所示，合同金额均在3亿元以上。总体来看，目前公司在手订单较多，未来收入有保障。

表6 截至2012年3月31日，公司已签约订单情况分布（单位：个、万元）

项目金额区间	已开工未完工项目数	已开工未完工项目金额	已签约未开工项目数	已签约未开工项目金额
--------	-----------	------------	-----------	------------

2.5 亿元以上（含）	14	757,691.50	0	0.00
1 亿（含）-2.5 亿	9	154,065.34	1	20,969.37
2,000 万（含）-1 亿	7	37,178.39	1	7,684.69
2,000 万以下	3	1,626.83	0	0.00
合计	33	950,562.06	2	28,654.07

资料来源：公司提供

表 7 截至 2012 年 3 月 31 日，公司已签约前十大订单项目（单位：亿元）

项目名称	金额	项目类型	开竣工时间
中国西部农民创业促进工程（合川）试点区草街示范园首期	15.00	BT 项目	2010.6-2012.12
巴基斯坦克什米尔城市发展路桥工程项目	10.76	工程施工总承包	拆迁延误，待定
S310 线麦盖提-喀什高速公路项目 MK-3 合同段	8.82	工程施工总承包	2011.9-2013.11
湖南省芙蓉大道湘阴段道路工程（一期工程）A、B、C 标段	5.43	工程施工总承包	2010.10-2012.10
塔吉克斯坦共和国三号公路走廊项目，杜尚别-乌兹别克斯坦边境公路改造工程项目一号合同	5.22	工程施工总承包	2011.11-2014.10
雷家角（陕甘界）至西峰高速公路 LX-12 标段	4.74	工程施工总承包	2011.1-2013.7
甘肃省平凉-武都地方高速公路（S-15）成县-武都段土建工程 CW 标段	4.34	工程施工总承包	2010.12-2013.12
巴基斯坦喀喇昆仑公路改扩建项目（雷科特-红其拉甫段）B 合同段	4.01	工程施工总承包	2008.6-2012.7
吉尔吉斯比什凯克-土尔尕特道路修复项目二、三标	3.91	工程施工总承包	2010.5-2012.12
连霍（G30）瓜州至星星峡高速公路土建工程 GX11 标段	3.20	工程施工总承包	2011.1-2012.6

资料来源：公司提供

截至 2012 年 3 月 31 日，公司净资产总额为 120,818.62 万元。由于公路工程项目取得通过竞标的方式，业主在项目招标时会结合项目规模对投标方的业绩、技术水平及资产规模进行限定。公司目前净资产规模水平不利于进入特大型工程施工市场。从目前业务规模与现金流量情况看，公司业务发展所需资金仍显不足。

公司正在积极尝试融资建造项目（BT），项目收益有保障，但回收期较长，资金需求较大

公司目前主要业务模式为施工总承包，为完善现有经营模式，提升工程承揽承接能力，做强做大路桥工程施工主业，增强可持续发展的能力，公司正在积极尝试融资建造项目（BT）。目前主要参与的 BT 项目是西部地区农民创业促进工程（合川）试点区草街示范园首期工程（以下简称“草街示范园 BT 项目”）。

公司于 2010 年 2 月 11 日与重庆市合川农民创业投资有限公司（以下简称“合川创投”）签订《中国西部农民创业促进工程（合川）试点区草街示范园首期工程 BT 融资建设合同

书》，协议约定由公司以 BT 方式投资建造草街示范园 BT 项目。该 BT 项目协议总投资匡算 15 亿元人民币，项目建设期为 2010 年 4 月至 2012 年 12 月。据公司 2011 年增发招股意向书，该项目测算项目收入约 52,167.34 万元，利润总额约 33,492.25 万元，净利润约 28,390.18 万元。公司子公司新疆北新投资建设有限公司（以下简称“北新投资”，原名为重庆北新路桥投资有限责任公司，2011 年 8 月更为现名）负责实施。截至 2011 年 12 月 31 日，该项目已投资 5.45 亿元。

根据《BT 合同》约定，公司按 BT 合同约定负责项目投融资、工程建设全过程的组织和管理，并承担期间的风险，在按约定将工程建成竣工移交给合川创投或合川创投指定的管护单位后，公司按 BT 回购价款收回投资。合同价由征地拆迁安置补偿及项目前期工程费用、建安投资费、资金占用费组成。

征地拆迁安置补偿及项目前期工程费用从公司将款项打入合川创投指定账户之日起开始计算利息，利息收益按中国人民银行发布的同期贷款基准利率（一至三年期商业贷款利率）上浮 15% 计算；本金还款期为 60 个月，从款项审定的次日起进入还款期，前两年付息不还本；除上述还本付息支付外，合川创投还按照一次性 8% 的收益率给予公司回报，款项到合川农投账户即予以支付此笔收入，做到“批到批结”。

合川创投将锁定草街示范园整个园区 12.6 平方公里范围内的所有土地收益作为回购资金还款来源，首期项目 3.24 平方公里内土地出让收益不足以偿还时，在二期、三期内偿还；同时，国家对园区内基础设施建设项目的补助资金全额用于回购资金还款来源。此外，2010 年 1 月 14 日重庆市合川区第十五届人民代表大会常务委员会第二十一次会议决定将草街示范园回购资金列入合川区政府相应年度财政预算。合川区人民政府与合川农投、北新路桥于 2010 年 8 月 20 签署《三方协议》，明确合川区人民政府对 BT 回购资金具有相应还款责任。

2010-2011 年公司主营业务收入-利息收入系子公司北新投资提供的前期资金按银行同期贷款利率上浮 15% 收取的资金利息。公司投资收益主要系政府对北新投资提供的前期资金按给付资金额的 8%，2010 年获得一次性支付资金使用费 3,400 万元。总体来看，公司 BT 项目收益有保障，但项目回收期长，未来资金需求较大。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010、2011 年审计报告（由于报表中的明细科目有细微调整，因此 2009 年使用的是 2010 年的年初数据，2010 年使用的是 2011 年的年初数据）以及 2012 年 1-3 月未经审计的财务数据。公司报表按照新会计准则编制。截至 2012 年 3 月 31 日公司纳入合并范围的一级子公司情况见表 1 所示。

资产结构与质量

公司近年资产规模增长较快，资产主要由流动资产构成

随着业务规模的扩大，公司资产规模逐年增加，2009-2011 年公司资产年复合增长率达 52.03%，2012 年公司资产规模进一步增长。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，主要是存货、应收账款、货币资金和其他应收款等。同时随着 BT 业务的开展，公司非流动资产也有明显增加。

表 8 公司近三年又一期资产构成（单位：万元）

项 目	2012 年 3 月末		2011 年末		2010 年末		2009 年末	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	81,705.37	18.14%	62,214.72	14.63%	42,755.69	14.72%	51,674.23	28.09%
应收账款	66,528.37	14.77%	82,863.28	19.49%	48,097.85	16.56%	29,231.32	15.89%
预付款项	8,176.29	1.82%	9,089.68	2.14%	7,426.88	2.56%	8,427.39	4.58%
其他应收款	40,109.43	8.91%	34,569.62	8.13%	39,872.06	13.73%	9,262.11	5.04%
存货	108,781.98	24.15%	88,741.13	20.87%	58,296.62	20.07%	49,396.63	26.85%
流动资产合计	305,471.43	67.83%	277,478.44	65.27%	196,449.10	67.64%	147,991.68	80.46%
固定资产	57,518.65	12.77%	56,839.27	13.37%	45,065.88	15.52%	33,833.59	18.39%
长期应收款	68,397.09	15.19%	80,349.22	18.90%	44,922.73	15.47%		
非流动资产合计	144,904.32	32.17%	147,672.85	34.73%	93,981.60	32.36%	35,951.49	19.54%
资产总计	450,375.75	100.00%	425,151.29	100.00%	290,430.69	100.00%	183,943.17	100.00%

资料来源：公司提供

随着业务规模的扩大，公司的存货、应收账款都有明显增加。存货主要是工程施工-已完工未结算款（指累计已发生的工程成本和累计已确认的工程毛利之和减去业主已结算

的工程计价款后的金额)，主要是业主计量与施工周期存在差异，2011 年末已完工未结算金额在存货中占比 82.04%，达 72,800.29 万元。公司的应收账款主要是应收客户的已结算未支付工程款，由于工程施工量增加而导致已结算未支付工程款增加和已完工工程质量保证金增加，公司的应收账款近年明显增加。公司的应收账款账龄主要分布在 2 年以内，其中 1 年以内的应收账款占大部分，账龄 3 年及以上的应收款项占比较低。截至 2011 年 12 月 31 日，公司应收账款余额中前五名单位欠款金额合计为 38,078.47 万元，占总比的 41.91%，集中度较高，但公司客户主要为国内大型企业（中信国华国际工程承包公司、中国路桥工程有限责任公司等）、各地区的交通建设管理单位（甘肃省高等级公路建设开发有限公司等），资信较好，风险相对较小，存货未来不能顺利结转及应收账款发生坏账的可能性较低，但存在一定的资金占用风险。公司的其他应收款主要是履约保证金和投标保证金等，其中账龄两年以内的占比较高。

公司的非流动资产主要是长期应收款和固定资产。长期应收款主要是草街示范园 BT 项目等融资类项目对外支付的工程进度款等。公司固定资产主要是路桥施工机器设备和运输设备，近年为了增强装备水平和竞争优势，提高工程施工的竞争力和发展公司养护设备租赁业务，公司购置了较多机器设备。

盈利能力

公司近年收入稳步增长，毛利率相对稳定

随着公司业务规模的逐步扩大和施工区域的扩张，近年公司收入稳步增长，主营业务收入构成详见表 3。由于公司主要是进行公路施工总承包，市场竞争激烈，毛利率不高。近年来公司的毛利率稳步提升，原因为公司在扩大经营规模的同时，加强了工程施工成本控制 and 审计监督，强化项目管理，控制项目风险，项目成本随之下降，毛利率得到提升；同时公司实行多元化经营，除路桥工程施工主业外，其他业务收入有所增加，提高了整体毛利率水平。

表 9 公司近三年又一期主要盈利指标（单位：万元）

项 目	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入	34,002.10	289,864.76	247,000.68	232,104.68
投资收益	-90.93	250.19	3,400.33	0.50
营业利润	-10.24	5,149.93	7,488.98	6,408.87
利润总额	275.04	6,909.06	8,326.79	6,835.61
净利润	110.07	5,334.34	6,377.80	5,858.80

综合毛利率	17.20%	12.27%	11.99%	10.10%
期间费用率	14.12%	6.80%	7.36%	5.51%
总资产回报率	-	4.11%	5.15%	5.62%

资料来源：公司提供

公司投资收益主要系政府对北新投资提供的前期资金按给付资金金额的 8%，2010 年获得一次性支付资金使用费 3,400 万元。

总体来看，公司近年收入稳步增长，毛利率相对稳定，且对期间费用率覆盖较好。预计随着 BT 项目的完工和回购的逐步实施，公司未来的收入、盈利会有所增长。

现金流

公司经营活动现金流表现较弱，部分投资活动所需资金依赖于筹资活动

虽然公司近年净利润有所波动，但在固定资产折旧等非付现费用和非经营性损益调整之后，公司的 FFO（经营所得现金）近年总体有所增加。随着业务规模的扩大，公司的存货、经营性应收款对资金的占用都有明显增加，2010 年以来公司经营活动现金流呈现净流出状态。

公司的投资活动支出主要是 BT 项目支付工程款项、购建厂房机器设备等。未来随着 BT 项目的建设，公司仍将有一定的投资活动现金流出。

公司部分投资活动所需资金依赖于筹资活动。2009-2011 年公司筹资活动现金净流入 192,142.20 万元，其中 2009 年公司股份发行获得资金 37,634.58 万元，2011 年增发获得资金 37,395.51 万元。

总体来看，公司经营活动现金流表现较弱，部分投资活动所需资金依赖于筹资活动。

表 10 公司近三年现金流量分析（单位：万元）

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	5,334.34	6,377.80	5,858.80
非付现费用	11,810.61	13,164.92	9,630.44
非经营损益	7,058.76	176.22	1,492.07
FFO	24,203.70	19,718.93	16,981.31
营运资本变化	-26,595.73	-40,419.54	-4,947.37
其中：存货减少（减：增加）	-26,682.49	-8,899.98	-19,749.80
经营性应收项目的减少（减：增加）	-30,333.37	-43,017.64	-3,514.36
经营性应付项目增加（减：减少）	30,420.13	11,498.09	18,316.80
其他	-183.46	530.90	-
经营活动现金流量净额	-2,575.48	-20,169.71	12,033.94

投资活动的现金流量净额	-54,135.58	-66,896.04	-14,014.01
筹资活动产生的现金流量净额	76,243.57	79,195.28	36,703.35
现金及现金等价物净增加额	19,349.02	-7,887.29	34,843.34

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

公司资本结构已有明显改善，财务安全性一般

受益于股权融资和自身利润的累积，公司自有资本实力得到增强，2012年3月末所有者权益较2009年末增长了73.15%。随着规模的扩张和BT项目的开展，公司负债总额也有明显增加。综合来看，公司资产负债率较高。

表 11 公司近三年又一期资本结构（单位：万元）

项 目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
负债总额	329,557.13	303,117.42	209,414.96	114,166.07
其中：流动负债	162,276.33	170,768.58	122,177.28	94,039.14
非流动负债	167,280.80	132,348.85	87,237.68	20,126.93
所有者权益	120,818.62	122,033.86	81,015.73	69,777.11
负债与所有者权益比率	272.77%	248.39%	258.49%	163.62%

资料来源：公司提供

从负债结构看，公司的负债主要是应付账款、预收账款和其他应付款等流动负债。公司近年非流动负债金额明显增加，负债结构已明显优化。公司的长期借款增加主要是由于经营借款增加。根据公司提供资料，2013年公司10.02亿元的长期借款需要偿付，公司面临一定的集中支付压力。

应付账款主要是所欠工程款以及材料款等，截至2011年末，1年以内账龄的应付账款占总比的79.42%。2011年应付账款较2010年增长73.90%，2012年3月末应付账款有所降低。预收账款主要系业主根据合同给付的动员预付款，该款项依据工程进度作为结算款逐期冲减，随着公司建设规模的进一步增长，2012年3月末预收款项有所增长。2011年其他应付款较上年增加139.70%，主要原因为公司向分包商分包的工程规模也逐年加大，相应收取的投标保证金、履约保证金、工程质量保证金随之逐年增加，同时子公司收到的股东往来款增加所致。

表 12 公司近三年又一期负债构成（单位：万元）

项 目	2012年3月末		2011年末		2010年末		2009年末	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
应付账款	61,731.42	18.73%	69,514.65	22.93%	39,973.72	19.09%	31,565.59	27.65%

预收款项	52,691.15	15.99%	45,205.06	14.91%	41,378.72	19.76%	45,205.83	39.60%
其他应付款	30,389.50	9.22%	37,522.81	12.38%	15,653.98	7.48%	8,672.50	7.60%
流动负债合计	162,276.33	49.24%	170,768.58	56.34%	122,177.28	58.34%	94,039.14	82.37%
长期借款	166,200.00	50.43%	131,200.00	43.28%	85,800.00	40.97%	18,600.00	16.29%
非流动负债合计	167,280.80	50.76%	132,348.85	43.66%	87,237.68	41.66%	20,126.93	17.63%
负债总额	329,557.13	100.00%	303,117.42	100.00%	209,414.96	100.00%	114,166.07	100.00%

资料来源：公司提供

公司的流动比率、速动比率近年来有明显改善，但由于行业特性（2011 行业财务指标详见表 2），公司资产负债率较高，同时随着 BT 项目的开展、银行借款的增加，公司财务负担有所加重，EBITDA 利息保障倍数近年来下降较为明显。整体来看，公司财务安全性一般。

表 13 公司近三年又一期偿债能力指标

项 目	2012 年 3 月	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	73.17%	71.30%	72.10%	62.07%
流动比率	1.88	1.62	1.61	1.57
速动比率	1.21	1.11	1.13	1.05
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	6.06	10.09

资料来源：公司提供

六、本期债券偿还保障分析

1.担保条款

新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。

2.担保人基本情况

建工集团成立于 2000 年 12 月 21 日，隶属于新疆生产建设兵团建筑工程师（以下简称“兵团建工师”）。根据 2004 年 1 月 14 日新疆生产建设兵团党委下发《关于建工师体制改革有关问题的指导意见》（新兵团党发【2004】8 号）指导精神，建工集团与兵团建工师由行政隶属关系转变为以资产为纽带的出资人和被出资人关系，逐步实现企业化运作。

建工集团控股股东为建工师国资委，截至 2012 年 3 月末，建工集团注册资本为人民币 101,800 万元，持有上市公司北新路桥 49.74% 的股权。

建工集团是新疆道路、桥隧、铁路、水利、电力、工民建等工程建设的主要施工力量，已开拓了“疆内、国内、海外”三大市场，目前已在国内 15 个省区和国外 10 个国家承建了工程项目。建工集团已初步形成基建建设、公路施工、铁路施工、水利工程、市政工程和房地产开发六大板块，其中基建建设、公路施工、铁路施工等板块是核心业务板块。建工集团现有控股子公司 11 家，具体情况详见下表：

表14 建工集团下属子公司情况（单位：万元）

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
新疆生产建设兵团建设工程集团第一建筑安装工程有限责任公司	60%	5,000	房屋建筑、市政公用工程施工、预拌商品混凝土、建筑装饰装修工程等
新疆北新路桥建设股份有限公司	49.74%	42,871.32	公路工程承包施工
新疆生产建设兵团建设工程集团石油物资有限责任公司	73.33%	300	成品油（限兵团系统内）
新疆新北商贸有限公司	100%	500	仓储服务，物流服务等
新疆生产建设兵团建筑工程科学技术研究院有限责任公司	50%	200	建筑新技术、新工艺、新产品的研究开发推广及服务
新疆北新房地产开发有限公司	90%	8,000	房地产开发、销售、租赁等
新疆生产建设兵团西源建筑安装有限责任公司	42.1%	1,800	建筑设备

新疆生产建设兵团建筑安装工程集团工程机械租赁维修有限责任公司	60.86%	3,917.10	大型工程机械设备租赁、维修，建筑用周转材料租赁
新疆生产建设兵团第五建筑安装工程公司	100%	5,005.10	工民房屋建筑及抗震加固工程施工
新疆兵团第六建筑安装工程公司	100%	5,631	建筑工程施工
新疆生产建设兵团水利水电工程集团有限公司	86.45%	15,114.79	水利水电、市政公用工程施工

资料来源：建工集团提供

截至 2011 年 12 月 31 日，建工集团资产总额为 94.28 亿元，负债总额为 63.11 亿元，所有者权益为 31.17 亿元；2011 年实现营业收入 118.14 亿元，净利润 1.76 亿元，经营活动产生的净现金流量为 1.03 亿元。

截至 2012 年 3 月 31 日，建工集团资产总额为 96.90 亿元，负债总额为 64.60 亿元，所有者权益为 31.31 亿元；2012 年 1-3 月实现营业收入 9.90 亿元，净利润 0.14 亿元，经营活动产生的净现金流量为 0.85 亿元。

3.担保业务情况

建工集团主营业务为基建建设、公路施工、铁路施工、水利工程、市政建设和房地产开发六大板块。其中基建建设、公路施工、水利收入占比较高，2011 年这三项的收入占其主营业务收入的 83.00%。建工集团近年主营业务收入构成及毛利率情况如下表所示。随着建工集团业务规模的逐步扩大和施工领域的扩张，目前已形成了疆内、疆外和海外三大市场。按 2011 年承揽工程量的占比来看，三个市场占比分别为疆内 58.07%、疆外 33.71%、海外 8.22%。建工集团收入区域来源较广，有效降低单一市场区域经营状况变化导致的不确定风险。

表 15 建工集团 2009-2011 年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2011 年		2010 年		2009 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
公路	293,438	10.55%	292,250	11.04%	228,095	9.47%
基建建设	389,223	8.45%	258,566	8.53%	221,602	4.16%
水利	224,083	7.01%	66,494	14.61%	18,849	14.26%
铁路	56,581	9.05%	121,207	-0.64%	127,376	10.22%
市政建设	110,444	8.94%	43,756	7.31%	38,582	10.29%
房地产	22,435	13.28%	21,145	17.72%	5,503	66.44%
总计	1,096,203	8.90%	803,418	8.74%	640,007	8.46%

资料来源：建工集团提供

➤ 公路板块

2009-2011年该板块业务收入年复合增长率达13.42%，2011年实现收入293,438万元，占主营业务收入比例为26.77%。2008-2011年建工集团相继承建塔吉克杜尚别-乌兹别克公路、阿尔及利亚东西高速公路、湖南桂阳-临武高速公路等国内外重大项目。2010年5月，建工集团中标湖南省娄底至衡阳高速公路项目，总投资93.77亿元，采用BOT（建设—经营—转让）方式建设，建设期36个月，收费经营期30年。该项目是建工集团第一单以BOT方式承建的公路项目，合同金额较大，为建工集团未来实现收入规模提升奠定良好基础。

➤ 基建建设板块

2009-2011年该板块业务收入有所上升，2011年实现收入389,223万元，占主营业务收入比例为35.51%，是建工集团最大的收入来源。过往承建的具有代表性的工业与民用建筑工程有：新疆玛纳斯火电厂、新疆石河子热电厂、新疆艾比湖热电厂等各类工业厂房；新疆和平都会（单跨梁长30米）、新疆华都商厦（23层框架）、新疆维吾尔自治区广播电视综合办公大楼、兵团商业大厦等高层民用建筑。

➤ 水利板块

水利工程业务整体增速较快，2009-2011年水利工程业务收入年复合增长率达244.79%。随着对口援疆工作的开展，后期对新疆水利工程，尤其是对兵团的水利灌溉工程提出了较高的发展要求，预计未来新疆水利工程的施工量将会有稳步的提升。

➤ 铁路板块、市政建设板块、房地产板块

铁路板块、市政建设板块、房地产板块也是建工集团收入的重要来源。铁路板块2009-2011年业务收入有所降低，但未来发展前景良好，2011年实现收入56,581万元，占主营业务收入比例为5.16%。鉴于特殊的地域环境和资源优势，新疆今后5年的道路基础设施建设的发展也将是国家投入的重点。建工集团作为新疆本地建筑企业中唯一拥有铁路施工资质的企业，未来业务发展机会较大。2008-2011年建工集团相继中标天业铁路专用线、奎北铁路、吐库铁路、喀什-和田铁路以及兰新铁路第二双线第九标段工程等国家重点建设的铁路工程。近年来兵团正加快城镇化建设，新疆主要兵团城市如石河子、五家渠、阿拉尔、北屯等市的市政建设都将由兵团建工集团负责，建工集团市政建设和房地产业务面临一定的发展机遇。

4.担保主要财务指标

担保人近三年及一期的主要财务数据如下表所示。综合而言，作为新疆地区规模最大的国有建筑施工企业，建工集团资产规模较大，六大板块业务稳健发展，疆内、疆外（国内）、海外三大市场发展情况良好，承揽项目总量快速增长。担保人营业收入逐年扩大，整

体来看毛利率较为稳定，尽管资产负债率较高，财务负担较重，但财务安全性整体尚可。考虑到建工集团营业收入逐年增长，在新疆区域内行业地位较高，获得政府的支持力度较大，面临良好的发展机遇，其为本期债券提供的保证担保可对本期债券偿还形成一定的保障作用。

表 16 建工集团近三年及一期主要财务数据

项 目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
总资产（万元）	959,034.31	942,822.04	667,810.70	582,685.96
归属于母公司所有者权益（万元）	230,793.23	229,448.81	154,826.78	144,854.95
资产负债率	67.36%	66.94%	69.13%	67.20%
流动比率	1.89	1.64	1.53	1.30
速动比率	1.66	1.43	1.33	1.08
主营业务收入（万元）	97,698.47	1,096,202.2	803,417.69	640,007.00
营业利润（万元）	-138.16	15,616.30	12,858.01	11,790.10
利润总额（万元）	1,546.74	19,229.00	14,586.29	12,690.67
综合毛利率	12.37%	8.89%	8.96%	8.71%
总资产回报率	-	4.59%	2.33%	2.92%
EBITDA（万元）	-	63,936.07	43,948.72	25,949.83
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	3.60	4.83	6.94
经营活动现金流净额（万元）	8,510.31	10,279.55	3,894.53	3,656.67

资料来源：建工集团提供

附录一 资产负债表（单位：万元）

项 目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
货币资金	81,705.37	62,214.72	42,755.69	51,674.23
应收票据	170.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	66,528.37	82,863.28	48,097.85	29,231.32
预付款项	8,176.29	9,089.68	7,426.88	8,427.39
其他应收款	40,109.43	34,569.62	39,872.06	9,262.11
存货	108,781.98	88,741.13	58,296.62	49,396.63
流动资产合计	305,471.43	277,478.44	196,449.10	147,991.68
持有至到期投资	8,350.00	1,000.00	0.00	0.00
长期应收款	68,397.09	80,349.22	44,922.73	0.00
长期股权投资	1,788.23	681.27	1,448.40	377.06
固定资产	57,518.65	56,839.27	45,065.88	33,833.59
在建工程	1,988.75	1,997.89	150.77	0.00
无形资产	3,161.87	3,143.56	85.08	104.69
商誉	93.07	93.07	0.00	0.00
长期待摊费用	1,722.58	1,685.58	1,113.42	788.08
递延所得税资产	1,884.08	1,882.99	1,195.32	848.07
非流动资产合计	144,904.32	147,672.85	93,981.60	35,951.49
资产总计	450,375.75	425,151.29	290,430.69	183,943.17
短期借款	1,200.00	1,200.00	5,200.00	1,000.00
应付票据	1,208.62	2,684.11	3,400.00	587.35
应付账款	61,731.42	69,514.65	39,973.72	31,565.59
预收款项	52,691.15	45,205.06	41,378.72	45,205.83
应付职工薪酬	1,845.12	1,213.15	973.95	1,262.89
应交税费	4,939.67	5,111.95	4,396.47	2,744.98
应付利息	48.96	48.96	120.44	0.00
应付股利	407.89	467.89	480.00	0.00
其他应付款	30,389.50	37,522.81	15,653.98	8,672.50
一年内到期的非流动负债	7,800.00	7,800.00	10,600.00	3,000.00
其他流动负债	14.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	162,276.33	170,768.58	122,177.28	94,039.14
长期借款	166,200.00	131,200.00	85,800.00	18,600.00
长期应付款	785.74	861.33	1,142.08	1,391.86
递延所得税负债	58.39	31.13	0.00	0.00
其他非流动负债	236.68	256.38	295.60	135.07
非流动负债合计	167,280.80	132,348.85	87,237.68	20,126.93

负债合计	329,557.13	303,117.42	209,414.96	114,166.07
实收资本（或股本）	42,871.32	42,871.32	18,945.00	18,945.00
资本公积	46,399.42	46,399.42	36,092.67	32,886.47
专项储备	0.00	0.00	250.68	0.00
盈余公积	3,447.40	3,447.40	3,175.37	2,871.19
未分配利润	24,666.54	24,159.28	20,116.92	15,074.45
外币报表折算差额	1.00	-20.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	117,385.68	116,857.42	78,580.65	69,777.11
少数股东权益	3,432.95	5,176.44	2,435.08	0.00
所有者权益合计	120,818.62	122,033.86	81,015.73	69,777.11
负债和所有者权益总计	450,375.75	425,151.29	290,430.69	183,943.17

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
一、营业总收入	34,002.10	289,864.76	247,000.68	232,104.68
二、营业总成本	33,921.42	284,965.02	242,912.04	225,696.30
营业成本	28,153.80	254,304.30	217,387.72	208,655.31
营业税金及附加	1,117.46	9,217.62	5,486.59	3,662.30
销售费用	20.19	187.03	0.00	0.00
管理费用	2,635.09	11,527.55	13,556.08	11,215.56
财务费用	2,145.04	7,996.76	4,622.95	1,574.63
资产减值损失	-150.16	1,731.77	1,858.68	588.51
投资收益（损失以“-”号填列）	-90.93	250.19	3,400.33	0.50
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-10.24	5,149.93	7,488.98	6,408.87
加：营业外收入	307.43	2,164.10	1,277.55	521.50
减：营业外支出	22.14	404.97	439.73	94.76
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	275.04	6,909.06	8,326.79	6,835.61
减：所得税费用	164.97	1,574.72	1,948.99	976.81
五、净利润	110.07	5,334.34	6,377.80	5,858.80

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项 目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
销售商品、提供劳务收到的现金	39,335.91	250,609.35	214,264.83	221,596.97
收到的税费返还	0.00	44.56	71.80	51.31
收到其他与经营活动有关的现金	10,180.48	12,477.08	7,598.42	4,913.20
经营活动现金流入小计	49,516.40	263,130.98	221,935.05	226,561.48
购买商品、接受劳务支付的现金	41,723.72	224,726.40	188,291.18	190,482.58
支付给职工以及为职工支付的现金	1,695.87	19,388.58	14,960.50	16,696.45
支付的各项税费	792.63	10,739.16	7,156.93	4,688.61
支付其他与经营活动有关的现金	8,071.60	10,852.34	31,696.14	2,659.90
经营活动现金流出小计	52,283.82	265,706.47	242,104.76	214,527.54
经营活动产生的现金流量净额	-2,767.42	-2,575.48	-20,169.71	12,033.94
取得投资收益收到的现金	0.00	100.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12.28	6,735.50	617.79	8.78
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,345.24			
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	386.34	3,400.00	0.00
投资活动现金流入小计	1,357.52	7,221.84	4,017.79	8.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,374.90	17,533.45	18,058.31	14,022.61
投资支付的现金	1,670.00	17,148.23	1,071.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	-1,650.28	-527.95	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	7,350.00	28,326.03	52,312.46	0.19
投资活动现金流出小计	11,394.90	61,357.42	70,913.83	14,022.79
投资活动产生的现金流量净额	-10,037.38	-54,135.58	-66,896.04	-14,014.01
吸收投资收到的现金	0.00	41,365.51	3,080.00	37,634.58
取得借款收到的现金	35,000.00	56,400.00	99,200.00	88,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	7,080.02	2,000.00	1,394.00
筹资活动现金流入小计	35,000.00	104,845.53	104,280.00	127,528.58
偿还债务支付的现金	0.00	19,000.00	20,200.00	88,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,458.04	9,043.79	4,515.19	1,769.46
支付其他与筹资活动有关的现金	94.40	558.16	369.53	555.76
筹资活动现金流出小计	2,552.45	28,601.96	25,084.72	90,825.22
筹资活动产生的现金流量净额	32,447.55	76,243.57	79,195.28	36,703.35
汇率变动对现金的影响	-8.63	-183.50	-16.82	120.06

现金及现金等价物净增加额	19,634.12	19,349.02	-7,887.29	34,843.34
--------------	-----------	-----------	-----------	-----------

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	5,334.34	6,377.80	5,858.80
加：资产减值准备	1,731.77	1,858.55	588.51
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,764.79	10,808.78	8,026.03
无形资产摊销	50.24	23.95	17.93
长期待摊费用摊销	1,263.82	473.64	997.98
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-137.48	45.96	23.45
财务费用	7,707.09	3,877.83	1,574.63
投资损失	-282.54	-3,400.33	-0.50
递延所得税资产减少	-259.45	-347.25	-105.51
递延所得税负债增加	31.13	0.00	0.00
存货的减少	-26,682.49	-8,899.98	-19,749.80
经营性应收项目的减少	-30,333.37	-43,017.64	-3,514.36
经营性应付项目的增加	30,420.13	11,498.09	18,316.80
其他	-183.46	530.90	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-2,575.48	-20,169.71	12,033.94

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	净利率	$\text{净利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	主营业务收入/营运 资金	$\text{营业总收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业总收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三：展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，新疆北新路桥集团股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，新疆北新路桥集团股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与新疆北新路桥集团股份有限公司的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如新疆北新路桥集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至新疆北新路桥集团股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对新疆北新路桥集团股份有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪

评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送新疆北新路桥集团股份有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

2012年05月29日

