

新疆北新路桥集团股份有限公司  
**2012 年 4.8 亿元公司债券  
2013 年跟踪信用评级报告**



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

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

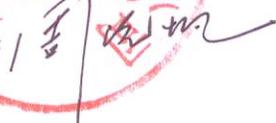
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

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4.8亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

### 跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：66个月

债券剩余规模：4.8亿元

评级日期：2013年06月25日

### 首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：72个月

债券规模：4.8亿元

评级日期：2012年05月29日

### 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”）及其2012年12月19日发行的4.8亿元公司债券的2013年跟踪信用评级结果为：维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

### 主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年
总资产（万元）	691,069.11	644,228.89	425,151.29
归属于母公司所有者权益（万元）	122,950.10	122,239.51	116,857.42
资产负债率	81.41%	80.17%	71.30%
流动比率	1.69	1.34	1.62
速动比率	1.26	1.01	1.11
营业收入（万元）	35,455.80	349,430.28	289,864.76
营业利润（万元）	558.30	3,816.35	5,149.93
利润总额（万元）	727.78	5,450.33	6,909.06
综合毛利率	23.96%	12.81%	12.27%
总资产回报率	-	3.24%	4.11%
EBITDA（万元）	-	26,845.28	24,771.98
EBITDA利息保障倍数	-	2.22	2.96
经营活动现金流净额（万元）	-13,949.43	-56,185.88	-2,575.48

资料来源：公司提供

### 正面：

- 跟踪期内，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，公司施工项目收入大幅增长；
- 目前公司在手订单相对较多，未来收入有一定保证；
- 跟踪期内，担保方业务经营状况较为稳定，所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：

- 目前公司面临资产规模相对较小，业务发展资金不足的情况；
- 公司的应收类账款金额较大，对公司资金形成了较多的占用；
- 跟踪期内，公司财务费用的管理费用增长较多，侵蚀了公司的利润，当年度的净利润同比下降较多；
- 跟踪期内，公司国内、国外承接项目个数、金额均明显减少，必将在未来一段时间内对公司的盈利能力产生不利影响，后续需持续关注公司盈利能力的变化情况；
- 跟踪期内，公司经营活动现金流表现欠佳，面临较大的营运资金压力和投资资金压力；
- 目前公司有息负债规模较大，公司所面临的本息偿债压力较大。

### 分析师

姓名：王婧 李飞宾

电话：010- 66216006

邮箱：wangjing@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1081号文许可，公司于2012年12月19日公开发行4.8亿元公司债券，债券期限为2012年12月19日至2018年12月19日，发行利率为5.78%，扣除相关费用后实际募集资金47,064.00万元。本期债券起息日为2012年12月19日，按年计息，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。截至2013年4月30日，公司尚未支付本金和利息。

本期债券票面利率在债券存续期限前3年保持不变；第3年末如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后3年票面年利率为债券存续期限前3年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后3年固定不变。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

本期债券募集资金拟全部用于补充公司流动资金。截至2013年4月30日，本期债券募集资金已使用10,000万元，剩余37,064万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构均无重大变化。

## 三、经营与竞争

### 2012年，随着营业规模的扩张，公司的收入规模快速增长

公司的主营业务是公路工程施工，随着营业规模的扩大，2012年公司收入规模同比增长21.74%，增幅较大。从主营业务构成来看，2012年公司收入仍主要来自于工程施工，同时，产品销售收入、租赁收入、利息收入和商品销售收入等也均有明显增加。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。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。商品销售收入主要是公司融资租赁设备、销售建材等业务产生的。

2011-2012年公司营业收入和毛利率情况如下表所示：

**表1 2011-2012年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项 目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工收入	323,972.88	10.39%	275,871.03	10.91%
产品销售收入	8,086.25	22.91%	346.19	40.31%
租赁收入	5,318.99	67.44%	876.86	76.24%
利息收入	5,022.91	82.71%	2,932.33	98.80%
商品销售收入	4,491.24	10.08%	4,964.22	5.25%
试验收入	605.72	58.79%	647.41	67.15%
让渡资产使用权	198.54	100.00%	27.22	100.00%
运输收入	75.47	3.17%	-	-
其他收入	13.63	-1,787.23%	10.85	5.60%
<b>合计</b>	<b>347,785.63</b>	<b>12.65%</b>	<b>285,676.11</b>	<b>12.09%</b>

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。2011-2012 年公司工程施工分区域具体业务收入、毛利率构成详见下表。2012 年，公司的国内收入同比增长 16.50%，其中，疆内事业部收入量占比最高，当年度收入金额同比增长 43.72%；当年度公司的国外收入同比增长 20.31%，低于国内收入增速。

**表2 2011-2012 年公司工程施工收入区域构成（单位：万元）**

项 目	2012 年		2011 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
<b>国内收入</b>				
疆内事业部	90,203.64	14.20%	62,761.85	8.52%
北方事业部	42,145.35	6.84%	70,162.86	15.70%
南方事业部	56,796.49	8.81%	33,598.83	10.99%
专业事业部	46,689.27	13.83%	40,718.91	9.11%
直属项目	3,830.95	16.61%	-	-
其他收入	2,844.29	19.68%	920.20	81.83%
<b>小计</b>	<b>242,509.98</b>	<b>11.69%</b>	<b>208,162.65</b>	<b>11.78%</b>
<b>国外收入</b>				
阿尔及利亚收入	-	-	2,781.63	0.00%
巴基斯坦收入	20,032.05	3.87%	23,853.93	9.23%
塔吉克斯坦收入	11,777.46	5.55%	3,603.48	-11.49%
吉尔吉斯斯坦收入	38,906.97	7.97%	37,276.68	10.22%
外蒙收入	10,746.42	7.15%	192.66	-4.95%
<b>小计</b>	<b>81,462.90</b>	<b>6.50%</b>	<b>67,708.38</b>	<b>8.25%</b>

合计	<b>323,972.88</b>	<b>10.39%</b>	<b>275,871.03</b>	<b>10.91%</b>
----	-------------------	---------------	-------------------	---------------

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，尤其是新疆地区受政策拉动较大，该地区收入快速增长。受国际经济形势和政治形势的影响，公司国外项目增速相对缓慢。

### 目前公司在手订单相对较多，未来收入有一定保证，但也面临资产规模小，业务发展资金不足的情况

公司目前国内主要业务模式为施工总承包，国外市场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，2012年公司国内、国外承接项目个数、金额均明显减少，主要系受到国内宏观经济增速下滑、国际金融危机等影响，导致建筑施工行业整体呈现下行趋势。因此，承接业务量的大幅下滑必将在未来一段时间内对公司的盈利能力产生不利影响，公司的收入规模可能会呈现下滑趋势。

**表 3 近两年又一期公司项目承接情况（单位：个、万元）**

项 目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
当年新承接项目个数	7	12	22
其中：疆内	2	4	13
国内（疆外）	5	4	5
国外	0	4	4
一亿元以上项目个数	4	9	8
当年新承接项目金额	<b>130,463.19</b>	<b>273,997.09</b>	<b>343,741.31</b>
其中：疆内	24,152.70	71,867.03	121,683.49
国内（疆外）	106,310.49	133,414.41	134,711.34
国外	0	68,715.65	87,346.48
一亿元以上项目金额	122,665.27	267,804.18	298,639.85

资料来源：公司提供

截至2013年3月31日，公司已签约订单分布情况如表4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97.57%。公司已签约订单前十大项目情况如表5所示，合同金额均在2.5亿元以上。总体来看，虽然受到建筑施工行业下行的影响，公司项目的承接量大幅下滑，但目前公司在手订单仍相对较多，未来收入有一定保障。

**表 4 截至 2013 年 3 月末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）	13	678,187.77		
1 亿（含）-2.5 亿	10	170,610.60	1	23,782.96
2,000 万（含）-1 亿	4	18,108.94	2	11,684.69
2,000 万以下	2	3,030.42		
<b>合计</b>	<b>29</b>	<b>869,937.73</b>	<b>3</b>	<b>35,467.65</b>

资料来源：公司提供

**表 5 截至 2013 年 3 月末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	2010.6-2013.6
巴基斯坦克什米尔城市发展路桥工程项目	10.76	EPC 项目	拆迁延误，待定开工日期
岳阳市临湖至湖滨公路建设工程 BT 项目	9.00	BT 项目	暂定 2013.5-2016.5
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	2011.9.11-2013.11.30
塔吉克艾尼-彭吉肯特-乌兹别克道路修复项目	5.37	设计施工总承包	2012.11-2015.11
塔吉克斯坦杜尚别-乌兹别克边境（图孙扎德）公路项目	5.24	工程施工总承包	2011.10.31-2014.4.18
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	2011.1.25-2013.7.25
武汉新港团风港区集疏运通道罗霍州大桥工程	4.61	工程施工总承包	2013.1-2014.12
甘肃省平凉—武都地方高速公路成县~武都段土建工程 CW9	4.34	工程施工总承包	2010.12.15-2013.12.15
重庆沿江高速公路主城至涪陵段一期路面工程	2.84	工程施工总承包	2012.4.30-2013.9.30

资料来源：公司提供

截至2013年3月31日，公司净资产总额为12.84亿元。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。

## 四、财务分析

### （一）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2012年审计报告以及未经审计的2013年一季报。2011年末的财务数据使用的是2012年审计报告的期初数，2012年末的财务数据使用的是2012年审计报告的期末数。公司报表按照新会计准则编制。

## （二）财务状况

跟踪期内，随着经营规模扩大，公司资产规模大幅增长，应收类账款对公司资金的占用较多；公司营业收入快速上升，但承接业务量的大幅下滑必将在未来一段时间内对公司的盈利能力产生不利影响；公司经营活动现金流表现仍较弱，面临较大的营运资金压力和投资资金压力；公司有息负债规模较大，未来面临较大的偿付压力

随着经营规模的扩张，近年公司总资产大幅增长，截至2012年末，公司总资产规模达到64.42亿元，同比上升了51.53%。总体来看，公司的资产结构变动不大。

公司资产主要由货币资金、应收账款、存货等流动资产以及长期应收款和固定资产等构成。2012年末，公司货币资金余额为14.12亿元，同比增长126.92%，主要系当年度收到公司债券发行的资金以及期末银行借款增加所致。其中，其他货币资金共计0.16亿元，系公司承建工程项目在银行开具履约保函、投标保函等存入的保证金，该部分资金使用受到一定限制。2012年末，应收账款同比增长27.22%，主要系工程质量保证金增加、业主结算付款滞后而导致已结算未支付工程款增加所致。公司的应收账款账龄主要分布在2年以内，公司应收账款余额中前五名单位欠款金额合计占总比的40.38%，集中度相对较高，但公司客户主要为国内大型企业（中国路桥工程有限责任公司、中信国华国际工程承包公司等）、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，应收账款发生坏账的可能性较低，但对于公司的资金形成了一定的占用。公司的其他应收款主要是履约保证金和投标保证金等。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，2012年末已完工未结算金额在存货中占比81.70%。

非流动资产中，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以及融资租赁等。对于BT项目的账务处理是：公司将工程成本以及发生的资本化利息作为投资成本，计入“长期应收款”科目，工程整体或单体工程完工并审价后，“长期应收款”科目金额（实际投资额）与回购基数之间的差额一次计入“主营业务收入”。随着BT项目的投资建设，该部分金额大幅增长。固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备等，当年度

增长的部分主要系在建工程完工转入。

总体来看，公司的应收账款、其他应收款和长期应收款等部分金额较大，对公司资金占用较多。

**表 6 近两年又一期年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	165,510.41	23.95%	141,175.04	21.91%	62,214.72	14.63%
应收账款	88,486.70	12.80%	105,422.80	16.36%	82,863.28	19.49%
其他应收款	68,536.53	9.92%	50,812.94	7.89%	34,569.62	8.13%
存货	115,250.00	16.68%	101,492.72	15.75%	88,741.13	20.87%
<b>流动资产合计</b>	<b>457,720.18</b>	<b>66.23%</b>	<b>407,241.59</b>	<b>63.21%</b>	<b>277,478.44</b>	<b>65.27%</b>
长期应收款	135,227.51	19.57%	138,975.37	21.57%	80,349.22	18.90%
固定资产	63,694.34	9.22%	65,241.93	10.13%	56,839.27	13.37%
<b>非流动资产合计</b>	<b>233,348.94</b>	<b>33.77%</b>	<b>236,987.30</b>	<b>36.79%</b>	<b>147,672.85</b>	<b>34.73%</b>
<b>资产总计</b>	<b>691,069.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>644,228.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>425,151.29</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

收入方面，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，2012年公司收入规模同比增幅较大。从业务构成来看，2012年公司收入仍主要来自于工程施工，同时，产品销售收入、租赁收入、利息收入和商品销售收入等也均有明显增加。从区域构成看，2012年，公司的国内收入同比增长16.50%，其中，疆内事业部收入量占比最高，当年度收入金额同比增长较多；当年度公司的国外收入同比增速低于国内收入增速。但是，2012年公司对外融资规模快速增长导致财务费用明显上升，营业规模的扩张导致管理费用增长较多，侵蚀了公司的利润，当年度的净利润同比下降了28.31%，公司的盈利能力有所下降。

2012年，公司国内、国外承接项目个数、金额均明显减少，主要系受到国内宏观经济增速下滑、国际金融危机等影响，导致建筑施工行业整体呈现下行趋势。因此，承接业务量的大幅下滑必将在未来一段时间内对公司的盈利能力产生不利影响，公司的收入规模可能会呈现下滑趋势，后续需持续关注公司盈利能力的变化情况。

从毛利率水平来看，2012年公司综合毛利率水平与上年基本持平，其中，主要业务——公路工程施工业务的毛利率为10.39%，同比上年度下降了0.52个百分点，主要系人工成本等上升所致。

**表 7 近两年又一期公司盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入	35,455.80	349,430.28	289,864.76
营业利润	558.30	3,816.35	5,149.93
利润总额	727.78	5,450.33	6,909.06
净利润	264.43	3,824.27	5,334.34
综合毛利率	23.96%	12.81%	12.27%
期间费用率	19.15%	8.03%	6.80%
总资产回报率	-	3.24%	4.11%

资料来源：公司提供

经营活动现金流方面，虽然 2012 年公司净利润规模下降较多，当年度财务费用较高，所以非经营损益金额较大，导致当年度经营所得现金（FFO）同比有所增长，公司主营业务现金生成能力有所增强。但由于 2012 年公司经营性应收项目大幅增长，使得当年度公司的经营活动现金净流入金额为-56,185.88 万元，同比下降较多。近两年公司经营活动现金流表现欠佳，公司面临较大的营运资金压力。

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，公司亦将面临一定的投资资金压力。

筹资活动现金流方面，2012 年筹资活动现金流表现为较大的净流入状态，主要系当年度公司受到债券发行资金所致。近年公司的经营活动现金流难以支撑投资活动所需资金，因此预计未来一段时间内，公司筹资活动还将表现为一定金额的净流入状态。

**表 8 2011-2012 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2012 年	2011 年
净利润	3,824.27	5,334.34
非付现费用	12,065.01	11,810.61
非经营损益	10,600.33	7,058.76
FFO	26,489.61	24,203.70
营运资本变化	-84,222.66	-26,595.73
其中：存货减少（减：增加）	-15,224.24	-26,682.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-116,784.67	-30,333.37
经营性应付项目增加（减：减少）	47,786.24	30,420.13
其他	1,547.17	-183.46
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-56,185.88</b>	<b>-2,575.48</b>
<b>投资活动的现金流量净额</b>	<b>-24,203.37</b>	<b>-54,135.58</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>159,279.53</b>	<b>76,243.57</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>79,265.53</b>	<b>19,349.02</b>

资料来源：公司提供

近年公司增加了外部融资力度，公司负债大幅上升。截至 2012 年末，公司负债总额达到 51.65 亿元，同比增长 70.38%，主要系应付债券、银行长短期借款及应付账款等增长所致。

流动负债中，短期借款 2012 年末增加了 2.1 亿元，包括 0.5 亿元的抵押借款和 1.72 亿元的保证借款。应付账款主要是所欠工程款以及材料款等，2012 年末，1 年以内账龄的应付账款占总比的 79.02%，随着公司业务规模的扩张，2012 年末应付账款同比增长 25.44%。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，无实际偿债压力。其他应付款为公司向分包商分包的工程相应收取的投标保证金、履约保证金、工程质量保证金等。一年以内到期的非流动负债为银行借款。

截至 2012 年末，公司有息负债金额总计达到 31.10 亿元，公司所面临的本息偿债压力较大。

表 9 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	34,200.00	6.08%	22,200.00	4.30%	1,200.00	0.40%
应付账款	64,714.54	11.50%	87,197.54	16.88%	69,514.65	22.93%
预收款项	57,207.40	10.17%	53,136.10	10.29%	45,205.06	14.91%
其他应付款	48,959.42	8.70%	37,448.25	7.25%	37,522.81	12.38%
一年内到期的非流动负债	46,800.00	8.32%	92,800.00	17.97%	7,800.00	2.57%
<b>流动负债合计</b>	<b>271,343.78</b>	<b>48.23%</b>	<b>303,762.98</b>	<b>58.82%</b>	<b>170,768.58</b>	<b>56.34%</b>
长期借款	227,720.00	40.47%	148,960.00	28.84%	131,200.00	43.28%
应付债券	47,064.00	8.37%	47,064.00	9.11%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>291,280.40</b>	<b>51.77%</b>	<b>212,692.11</b>	<b>41.18%</b>	<b>132,348.85</b>	<b>43.66%</b>
<b>负债总额</b>	<b>562,624.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>516,455.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>303,117.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，近年由于公司负债总额大幅上升，截至2012末，公司资产负债率上升至80.17%，公司偿债压力明显增加，资产负债率处于较高水平；同时，2012年公司的流动比率和速动比率均有所下降。2012年公司有息负债规模的大幅增长使得当年度的EBITDA利息保障倍数有所下降，公司偿债能力有所降低。目前公司面临较大的营运资金压力，未来一段时间内可能持续通过对外融资获取经营与投资所需资金，负债规模可能持续上升，财务安全性将受到一定影响。

**表 10 近两年又一期公司偿债能力指标**

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	81.41%	80.17%	71.30%
流动比率	1.69	1.34	1.62
速动比率	1.26	1.01	1.11
EBITDA 利息保障倍数	-	2.22	2.96

资料来源：公司提供

## 五、跟踪期担保方业务情况

跟踪期内，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，担保方——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”）的施工项目收入大幅增长。总体来看，作为新疆建筑施工的龙头企业之一，建工集团目前经营状况较为稳定，随着国家西部大开发政策的推进，疆内工程承包市场前景广阔，建工集团近年项目承接金额总体呈上升趋势，目前已签约项目合同金额较大，未来收入有保障。

2011-2012 年建工集团的财务数据如下表所示：

**表 11 2011-2012 年建工集团主要财务指标**

项目	2012年	2011年
总资产（万元）	1,046,431.06	942,822.04
归属于母公司所有者权益（万元）	273,420.14	229,448.81
资产负债率	64.65%	66.94%
流动比率	1.35	1.64
速动比率	1.03	1.43
营业收入（万元）	1,652,382.60	1,181,392.37
营业利润（万元）	35,598.17	15,616.30
利润总额（万元）	39,858.61	19,229.01
综合毛利率	9.64%	8.89%
总资产回报率	6.32%	3.19%
EBITDA（万元）	93,395.03	63,936.07
EBITDA 利息保障倍数	4.02	3.48
经营活动现金流净额（万元）	116,882.51	10,279.55

资料来源：建工集团审计报告

## 六、评级结论

跟踪期内，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，公司施工

项目收入大幅增长。总体来看，目前公司市场区域覆盖面较广，有效降低了单一市场区域经营状况变化导致的不确定风险，主要业务运营情况较为稳健，在手订单较多，使得未来收入有一定保障。担保方经营状况整体较为稳定，营业收入持续上升，项目承接金额总体呈上升趋势，目前已签约项目合同金额较大，未来收入有保障。

但我们也关注到，目前公司面临资产规模相对较小，业务发展资金不足的情况；公司的应收类账款金额较大，对公司资金形成了较多的占用；跟踪期内，公司财务费用的管理费用增长较多，侵蚀了公司的利润，当年度的净利润同比下降较多；公司国内、国外承接项目个数、金额均明显减少，必将在未来一段时间内对公司的盈利能力产生不利影响，后续需持续关注公司盈利能力的变化情况；公司经营活动现金流表现欠佳，面临较大的营运资金压力和投资资金压力；目前公司有息负债规模较大，公司所面临的本息偿债压力较大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA，评级展望为稳定。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年
货币资金	165,510.41	141,175.04	62,214.72
交易性金融资产	60.27	60.36	0.00
应收票据	1,689.00	447.00	0.00
应收账款	88,486.70	105,422.80	82,863.28
预付款项	18,187.26	7,830.72	9,089.68
其他应收款	68,536.53	50,812.94	34,569.62
存货	115,250.00	101,492.72	88,741.13
<b>流动资产合计</b>	<b>457,720.18</b>	<b>407,241.59</b>	<b>277,478.44</b>
发放贷款及垫款	2,227.81	2,985.00	0.00
持有至到期投资	15,899.92	15,278.85	1,000.00
长期应收款	135,227.51	138,975.37	80,349.22
长期股权投资	7,660.07	6,105.55	681.27
固定资产	63,694.34	65,241.93	56,839.27
在建工程	653.65	93.16	1,997.89
无形资产	3,723.50	3,797.82	3,143.56
商誉	93.07	93.07	93.07
长期待摊费用	1,264.84	1,495.16	1,685.58
递延所得税资产	2,904.23	2,921.40	1,882.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>233,348.94</b>	<b>236,987.30</b>	<b>147,672.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>691,069.11</b>	<b>644,228.89</b>	<b>425,151.29</b>
短期借款	34,200.00	22,200.00	1,200.00
应付票据	9,900.00	1,664.43	2,684.11
应付账款	64,714.54	87,197.54	69,514.65
预收款项	57,207.40	53,136.10	45,205.06
应付职工薪酬	2,154.63	1,382.23	1,213.15
应交税费	6,377.61	7,343.24	5,111.95
应付利息	808.60	369.61	48.96
应付股利	221.58	221.58	467.89
其他应付款	48,959.42	37,448.25	37,522.81
一年内到期的非流动负债	46,800.00	92,800.00	7,800.00
<b>流动负债合计</b>	<b>271,343.78</b>	<b>303,762.98</b>	<b>170,768.58</b>
长期借款	227,720.00	148,960.00	131,200.00
应付债券	47,064.00	47,064.00	0.00
长期应付款	16,100.10	16,258.08	861.33
递延所得税负债	3.70	3.70	31.13

其他非流动负债	392.60	406.34	256.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>291,280.40</b>	<b>212,692.11</b>	<b>132,348.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>562,624.18</b>	<b>516,455.10</b>	<b>303,117.42</b>
实收资本(或股本)	42,871.32	42,871.32	42,871.32
资本公积金	46,361.39	46,361.39	46,399.42
专项储备	1,105.53	1,125.08	0.00
盈余公积金	3,424.76	3,424.76	3,447.40
未分配利润	28,161.06	27,857.18	24,159.28
外币报表折算差额	1,026.05	599.78	-20.00
归属于母公司所有者权益合计	122,950.10	122,239.51	116,857.42
少数股东权益	5,494.83	5,534.28	5,176.44
<b>所有者权益合计</b>	<b>128,444.93</b>	<b>127,773.79</b>	<b>122,033.86</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>691,069.11</b>	<b>644,228.89</b>	<b>425,151.29</b>

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
<b>营业总收入</b>	<b>35,455.80</b>	<b>349,430.28</b>	<b>289,864.76</b>
营业收入	35,455.80	349,231.74	289,864.76
手续费及佣金收入	0.00	198.44	0.00
<b>营业总成本</b>	<b>34,873.94</b>	<b>345,835.04</b>	<b>284,965.02</b>
营业成本	26,960.23	304,665.81	254,304.30
营业税金及附加	1,286.43	10,535.91	9,217.62
销售费用	189.54	427.08	187.03
管理费用	3,653.17	16,267.31	11,527.55
财务费用	2,947.11	11,374.35	7,996.76
资产减值损失	-162.54	2,564.57	1,731.77
其他经营收益	-23.56	221.11	250.19
公允价值变动净收益	-0.09	-9.48	0.00
投资净收益	-23.47	230.59	250.19
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-23.47	-200.73	-79.94
<b>营业利润</b>	<b>558.30</b>	<b>3,816.35</b>	<b>5,149.93</b>
加：营业外收入	212.96	2,230.79	2,164.10
减：营业外支出	43.49	596.81	404.97
其中：非流动资产处置净损失	0.00	107.74	260.97
<b>利润总额</b>	<b>727.78</b>	<b>5,450.33</b>	<b>6,909.06</b>
减：所得税	463.35	1,626.06	1,574.72
<b>净利润</b>	<b>264.43</b>	<b>3,824.27</b>	<b>5,334.34</b>
减：少数股东损益	-39.45	70.38	58.23
归属于母公司所有者的净利润	303.88	3,753.89	5,276.11

### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	57,300.11	325,665.38	250,609.35
收到的税费返还	0.00	0.00	44.56
收到其他与经营活动有关的现金	13,716.63	26,865.56	12,477.08
收取利息和手续费净增加额	0.00	216.74	0.00
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>71,016.74</b>	<b>352,747.67</b>	<b>263,130.98</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	61,287.00	361,052.23	224,726.40
支付给职工以及为职工支付的现金	2,117.61	16,749.69	19,388.58
支付的各项税费	2,864.06	13,188.30	10,739.16
支付其他与经营活动有关的现金	18,697.49	14,943.34	10,852.34
客户贷款及垫款净增加额	0.00	3,000.00	0.00
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>84,966.17</b>	<b>408,933.56</b>	<b>265,706.47</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-13,949.43</b>	<b>-56,185.88</b>	<b>-2,575.48</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资收到的现金	1,452.02	1,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	3.34	0.00	100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	232.97	694.29	6,735.50
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1,289.04	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	7,598.07	386.34
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>1,688.33</b>	<b>10,581.40</b>	<b>7,221.84</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	897.63	10,038.07	17,533.45
投资支付的现金	2,130.08	8,031.00	17,148.23
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	343.72	-1,650.28
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	16,371.98	28,326.03
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>3,027.71</b>	<b>34,784.77</b>	<b>61,357.42</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,339.38</b>	<b>-24,203.37</b>	<b>-54,135.58</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	0.00	5,961.42	41,365.51
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	961.42	1,240.00
取得借款收到的现金	107,300.00	152,200.00	56,400.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	921.60	7,080.02
发行债券收到的现金	0.00	48,000.00	0.00

<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>107,300.00</b>	<b>207,083.02</b>	<b>104,845.53</b>
偿还债务支付的现金	62,292.50	28,440.00	19,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,956.13	13,251.90	9,043.79
支付其他与筹资活动有关的现金	323.11	6,111.59	558.16
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>67,571.74</b>	<b>47,803.49</b>	<b>28,601.96</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>39,728.26</b>	<b>159,279.53</b>	<b>76,243.57</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>-104.08</b>	<b>375.26</b>	<b>-183.50</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>24,335.37</b>	<b>79,265.53</b>	<b>19,349.02</b>
期初现金及现金等价物余额	139,881.09	60,615.55	41,266.54
期末现金及现金等价物余额	164,216.46	139,881.09	60,615.55

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年
<b>净利润</b>	<b>3,824.27</b>	<b>5,334.34</b>
资产减值准备	2,564.57	1,731.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物	7,679.73	8,764.79
资产折旧	0.00	0.00
无形资产摊销	221.24	50.24
长期待摊费用摊销	1,599.46	1,263.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-158.84	-137.48
固定资产报废损失	-161.82	0.00
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	9.48	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	12,046.13	7,707.09
投资损失（收益以“-”号填列）	-230.59	-282.54
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,038.41	-259.45
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-27.44	31.13
存货的减少（增加以“-”号填列）	-15,224.24	-26,682.49
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-116,784.67	-30,333.37
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	49,186.63	30,420.13
其他	1,547.17	-183.46
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-56,185.88</b>	<b>-2,575.48</b>
现金的期末余额	139,881.09	60,615.55
减：现金的期初余额	60,615.55	41,266.54
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>79,265.53</b>	<b>19,349.02</b>

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
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	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

## 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

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象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或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。