

新疆北新路桥集团股份有限公司

2012 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



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

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，本评级机构与受评级机构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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【109】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司

债券剩余规模: 4.8 亿元

债券到期日期: 2018 年 12 月 19 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第三年末上调票面利率及投资者回售选择权

分析师

姓名:
刘书芸 张伟亚

电话:
021-51035670

邮箱:
zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

新疆北新路桥集团股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 17 日	2015 年 05 月 15 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 日发行公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司新承接订单增长较快, 在手订单规模较大, 未来收入有较好保障, 并且新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司(以下简称“兵团建工”)提供的保证担保能为本期债券本息偿付提供较好保障。同时我们也关注到受基建投资增速放缓影响, 公司工程业务面临较大的下行压力; 公司营业收入有所下降, 主营业务依然亏损; 国外工程收入下降且毛利率下滑, 国外业务存在一定不确定性; 资产流动性一般; 有息债务规模持续攀升, 偿债压力较大等风险因素。

正面:

- 公司新承接订单增长较快, 在手订单规模较大, 未来收入有较好保障。2015 年公司新承接订单合同金额合计 89.28 亿元, 较上年增长 114.80%; 公司已开工未完工项目数 174 个, 金额合计 125.99 亿元, 已签约未开工项目数 6 个, 金额合计 16.76 亿元, 在手订单规模较大, 未来收入有较好保障。
- 兵团建工提供的保证担保能为本期债券本息偿付提供较好保障。兵团建工运营较为稳定, 由其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的本息偿付提供较好保障。

关注:

- **受基建投资增速放缓影响，公司工程业务面临一定的下行压力。**2015 年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额为 48,971.84 亿元，同比增长 14.3%，增速较上年下降 4.3 个百分点，公司工程业务面临一定的下行压力。
- **公司营业收入有所下降，主营业务依然亏损。**由于公司上年新承接订单规模有所下滑，2015 年公司实现主营业务收入 50.87 亿元，较上年下降 11.65%；由于工程业务毛利率水平依然较低，2015 年公司营业利润亏损 90.10 万元。
- **公司国外工程收入下降且毛利率下滑，国外业务存在一定不确定性。**2015 年公司国外工程收入 9.65 亿元，同比下降 12.61%；毛利率为 0.29%，较上年下降 8.21 个百分点。由于国外工程收入下降，且盈利能力较差，受当地政治局势和经济状况影响较大，未来国外业务存在一定的不确定性。
- **公司资产流动性一般。**截至 2015 年末，公司应收账款、其他应收款、存货和长期应收款等资产账面价值合计 82.82 亿元，占资产比重达 65.17%，公司沉淀资金较多，影响资金使用效率，资产流动性一般。
- **有息债务规模进一步攀升，偿债压力较大。**截至 2015 年末，公司资产负债率为 79.91%，有息债务规模为 54.31 亿元，较上年增长 18.84%，占债务总额的比重为 53.48%；2015 年公司 EBITDA 为 2.89 亿元，较上年下降 28.65%，公司存在较大的偿债压力。

主要财务指标:

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产 (万元)	1,215,076.29	1,270,805.29	1,003,839.52	854,000.40
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	148,826.18	148,350.60	128,212.48	128,343.13
有息债务 (万元)	553,227.09	543,107.45	457,016.79	383,256.40
资产负债率	78.97%	79.91%	86.33%	83.75%
流动比率	1.50	1.26	1.07	1.25
速动比率	1.01	0.85	0.70	0.84
营业收入 (万元)	54,421.96	511,808.87	581,793.00	502,089.17
营业利润 (万元)	1.27	-90.10	-895.13	969.17
利润总额 (万元)	349.39	2,091.33	2,755.71	2,489.58
综合毛利率	15.92%	11.09%	11.23%	12.75%
总资产回报率	-	1.34%	2.56%	3.05%
EBITDA (万元)	-	28,851.53	40,437.56	36,927.87
EBITDA 利息保障倍数	-	2.05	1.89	1.81
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	-5,431.81	-4,802.10	32,109.03	-36,158.24

资料来源：2013-2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

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号文核准，公司于2012年12月19日发行4.80亿元公司债券，债券期限为6年，附第3年末公司上调票面利率及投资者回售选择权，票面利率为5.78%，在债券存续期限前3年保持不变。2015年12月19日，公司未选择上调票面利率，在债券存续期限后3年票面利率内仍为5.78%。

本期债券的起息日为2012年12月19日，到期日为2018年12月19日，本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。若投资者部分或全部行使回售选择权，则付息日为2013年至2015年每年的12月19日，本金兑付日为2015年12月19日。若投资者未行使回售权，则付息日为2013年至2018年每年的12月19日，本金兑付日为2018年12月19日。2015年12月18日，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，本期债券有效回售申报数量为0张、回售金额为0元。

跟踪期内，公司于2015年12月19日正常支付本期债券利息2,774.40万元。截至2016年04月30日，本期债券本息偿付情况如下表所示。

表1 截至2016年4月30日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
2013年12月19日	48,000.00	0.00	2,774.40	48,000.00
2014年12月19日	48,000.00	0.00	2,774.40	48,000.00
2015年12月19日	48,000.00	0.10	2,774.40	48,000.00

资料来源：公司提供

本期债券募集资金扣除发行费后，拟全部用于补充公司流动资金，截至2016年04月30日，公司募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、主营业务和注册资本均未发生变更，控股股东为兵团建工，实际控制人为新疆生产建设兵团建筑工程师国有资产监督管理委员会。2015年，公司新纳入合并范围的子公司5家，不再纳入合并范围的子公司3家，具体如下表所示。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2015年内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	投资金额	业务性质	合并方式
新疆志诚天路劳务有限责任公司	100.00%	711.63	劳务派遣	购买
湖南方正建设工程有限公司	100.00%	5,821.62	建筑工程施工	购买

重庆北新宜邦物业管理有限公司	100.00%	1,000.00	物业管理	投资新设
重庆启零教育管理服务有限公司	66.93%	1,275.00	教育管理	投资新设
福建顺邵高速公路发展有限公司	51.00%	2,550.00	高速公路建设投资	投资

2、2015年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	股权处置比例	股权处置价款	业务性质	不再纳入合并报表的原因
新疆北新新型建材有限公司	93.00%	2,806.08	建筑材料生产销售	转让
新疆北新永固钢结构工程有限公司	70.00%	3,054.62	建筑材料生产销售	转让
新疆天山玻璃有限责任公司	100.00%	1,644.03	建筑材料生产销售	转让

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

2015年3月，公司与控股股东兵团建工、福建省南平市高速公路有限责任公司（以下简称“南平高速”）共同投资福建省南平市顺昌至邵武经营性高速公路建设项目，组建福建顺邵高速发展有限公司（以下简称“顺邵高速公司”）负责项目建设和经营管理；其中公司持有51%的股权，兵团建工持有9%的股权，南平高速持有40%的股权。

2015年4月，为配合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”）所属重庆蕴丰建设工程有限责任公司（以下简称“重庆蕴丰”）北新·御龙湾项目实施，北新投资全资设立重庆北新宜邦物业管理有限公司提供物业管理服务。为提升北新·御龙湾项目价值和完善项目配套，北新投资与重庆幼儿教育专家合作，共同投资成立重庆启零教育管理服务有限公司，开拓幼儿教育新产业。

2015年6月，为提高公司项目利润率和有效控制劳务用工风险及评价，公司以711.63万元收购新疆志诚天路劳务有限责任公司（以下简称“志诚劳务”），当年新增劳务分包收入。2015年12月，为促进公司开展城市轨道交通项目和开拓我国南方片区市场，公司以5,821.62万元的价格收购湖南方正建设工程有限公司100%股权。湖南方正建设工程有限公司（以下简称“湖南方正”）拥有市政公用工程施工总承包壹级、房屋建筑工程施工总承包壹级、隧道工程专业承包壹级三项资质，能对公司现有资质进行有益补充，并且公司以当地独立法人公司为平台，有利于拓展湖南及周边市场，促进公司业务发展和提高市场占有率。

为优化资源配置和进一步提高公司资产质量，经公司上级主管单位新疆生产建设兵团建筑工程师发（2015）18号文批准，公司于2015年8月21日向新疆北新建材工业控股有限公司（以下简称“建材工业公司”，与本公司属同一股东控制下的企业）转让控股子公司新疆北新新型建材有限公司93%的股权（以下简称“北新建材”）、新疆天山玻璃有限责任公司（以下简称“天山玻璃”）100%的股权和新疆北新永固钢结构工程有限公司（以下简称“北新钢结构”）70%的股权。由于上述三家子公司营业收入及净利润相对较小，未对公司正常生产经营和财务状况造成重大影响。

截至2015年12月31日，公司资产总额为127.08亿元，归属于母公司的所有者权益为14.84

亿元，资产负债率为79.91%；2015年度，公司实现营业收入51.18亿元，利润总额2,091.33万元，经营活动产生的现金流量净流出4,802.10万元。

三、运营环境

建筑行业与固定资产投资总额的增长情况息息相关，受我国基建投资增速放缓的影响，建筑行业面临一定的下行压力

2012年以来，受全球经济下滑、产能过剩等多重因素的影响，我国宏观经济增速明显放缓，增长速度持续下滑。2015年我国国内生产总值为67.67万亿元，同比增长6.9%，增速较2014年下降了0.4个百分点。自2009年起，我国固定资产投资完成额的增速持续下降。2015年，我国固定资产投资完成额为55.16万亿元，同比增长10.0%，增速较2014年下降5.70个百分点。建筑业属于强周期行业，与我国宏观经济形势具有高度的相关性，在国内生产总值以及固定资产投资增速放缓的背景下，我国建筑业总产值增速也随之放缓。

图1 近年我国GDP与建筑业增加值情况（单位：万亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

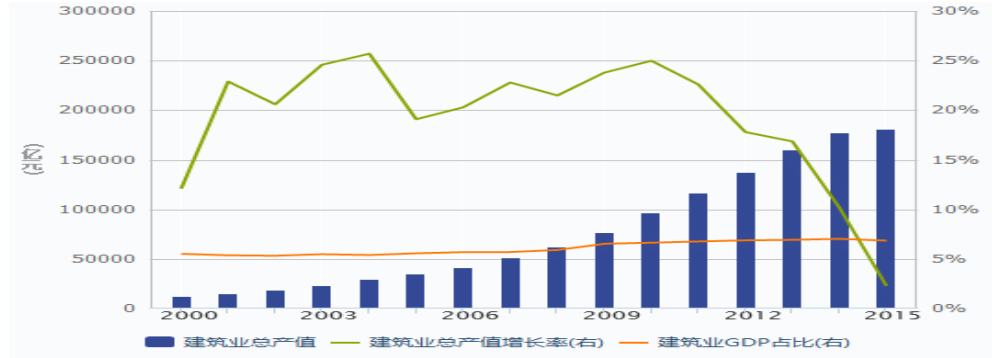
图2 近年我国固定资产投资完成额增长情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

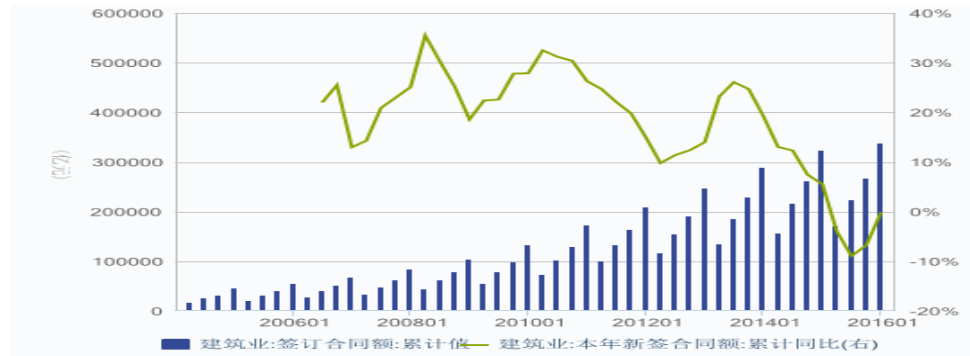
2010年开始，我国建筑业总产值增速持续下滑，2015年建筑业总产值180,757.47亿元，同比增长2.29%，增速较2014年下降7.9个百分点。2015年我国建筑业GDP占比为6.86%，较2014年下滑了0.18个百分点。我国建筑业签订合同额增速也从2011年开始下降，2015年我国建筑业签订合同额为338,001.42亿元，同比降低0.12%，增速较2014年下降5.68个百分点。

图3 近年我国建筑业总产值情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

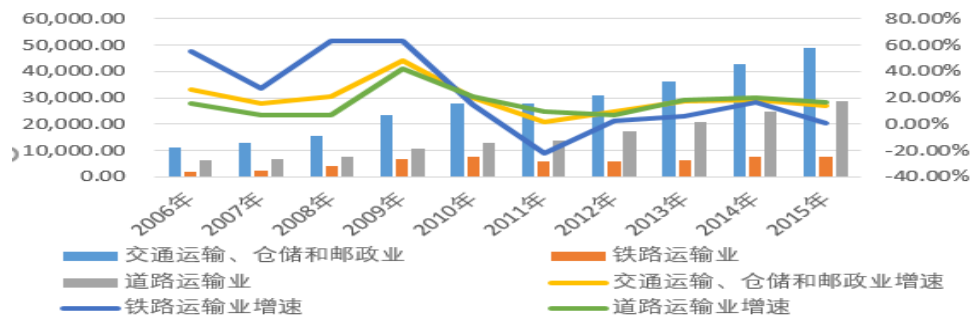
图4 近年我国建筑业新签合同情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

在固定资产投资整体增速放缓的背景下，以铁路、公路为代表的基建投资增速也分别下降。2015年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额为48,971.84亿元，同比增长14.3%，增速较上年下降4.3个百分点；其中铁路运输业、公路运输业固定资产投资完成额分别为7,729.94亿元和28,611.14亿元，同比分别增长0.6%和16.7%，增速较上年分别下降了15.0和3.6个百分点。

图5 近年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

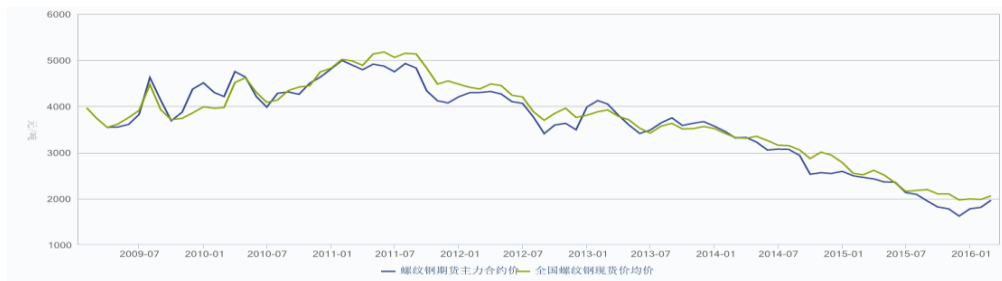
“一带一路”战略的实施可能进一步推动基建投资的增长。根据国家发改委、商务部和外交部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，圈定了我国重点涉及的18个省级行政区域，“一带一路”沿线涉及60多个国家，基础设施建设进入加速期，“一带一路”战略的推进可能推动重点省市交通基础设施建设持续较快发展。

2015年钢材、水泥等建筑材料价格持续下跌使得建筑企业施工成本得以降低，但未来原材料价格的波动将给建筑企业带来一定成本控制压力

公路、桥梁、隧道等建筑工程主要消耗钢材、水泥等原材料，通常占总成本60%以上。建筑工程生产经营周期一般较长，期间原材料价格波动对建筑企业成本影响较大，建筑施工的招标承包性质决定了由施工方承担建筑材料价格波动的风险。在施工成本中占比较大的主要是水泥和钢材，两者市场价格均具有较强的波动性。近年钢材价格处于下滑通道中，2015年12月31日国内螺纹钢现货及期货价格分别为1996元/吨和1784元/吨。2015年水泥价格指数也持续下跌，至年末跌至79.25点。目前钢材和水泥价格处于低位，有利于建筑企业降低施工成本，但未来钢材、水泥等原材料价格的波动将给建筑企业带来一定成本控制压力。

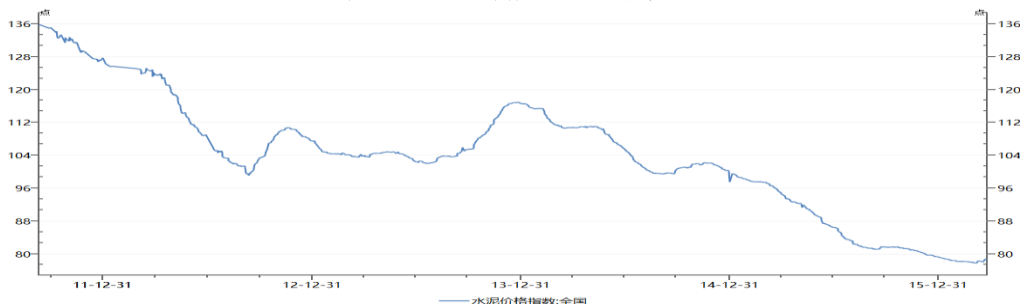
虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中提出在建材价格超过一定范围后调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低建材价格波动的影响，但即便如此也因时滞等原因遭受损失。

图6 近年国内螺纹钢现货及期货价格（元/吨）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图7 近年全国水泥价格指数（单位：点）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

国内高速公路运营具有明显特点和竞争优势，长期发展预期看好，但受经济增速下滑、高速铁路竞争等因素影响，2015年全国公路运输客、货量均下滑，对高速公路运营行业带来一定的压力

高速公路运输具有运输能力大、灵活性高、运输速度较快、运输成本较低等明显特点，在各种运输方式中占有有利的竞争位置，因此，高速公路运输一直以来是我国客运、货运最主要的运输方式之一。近年来，我国公路总里程持续增长，据国家统计局统计显示：2015年末全国公路总里程达457万公里，比上年末增加10.61万公里；其中，高速公路总里程达12万公里，比上年末增加0.81万公里。

近年来国内汽车保有量不断增长，奠定了高速公路车流量持续增长基石。随着国民收入的稳步增长以及汽车工业的快速发展，我国民用汽车保有量逐年快速增长。国家统计局数据显示，2015年末中国全国民用汽车保有量达到17,228万辆（包括三轮汽车和低速货车955万辆），比上年末增长11.5%。汽车保有量的增加将是车流量增长的重要推力，高速公路的长期发展具备坚实基础。但是，近年来国家大力推进高速铁路的发展，使其在客流、物流等方面对高速公路形成一定的竞争态势。国内高铁的运行速度在200-300公里/小时，在运行速度和运行效率方面具备较强的竞争优势，高铁的快速发展对高速公路车流量形成一定的分流作用。

受经济增速下滑、铁路分流等因素影响，2015年全国公路客、货运量均有所下滑。2015年全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.90亿人、旅客周转量10,742.70亿人公里，比上年分别下滑15.16%和11.10%；全国营业性货运车辆完成货运量315亿吨、货物周转量57,955.70亿吨公里，比上年分别下滑5.48%和5.02%，对高速公路运营行业带来一定的压力。

从整个行业的角度来看，高速公路行业有其明显特点和竞争优势，行业企业现金流较稳定，目前新开工的项目多属于国家高速公路网络中重要组成部分，随着经济持续增长和汽车保有量的增加，整体路网可望最终达到均衡状态，长期发展前景预期看好。

高速公路运营行业受政策影响较大，对高速公路运营企业的稳定经营形成一定影响

高速公路运营行业属于交通基础设施行业，受到国家产业政策的鼓励和支持，但在我国国民经济发展的不同阶段，国家产业指导政策会有不同程度的调整，从而可能会影响高速公路的运营环境。

从收费期限来看，国务院2004年9月颁布、同年11月实施的《收费公路管理条例》明确提出“政府还贷公路的收费期限，按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定，最长不得超过15年；国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过20年；经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过25年；国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。”收费期限

和投资回报的限制对高速公路投资经营企业会造成一定的影响。

高速公路行业易受国家收费政策变动的的影响。2011年开始的收费公路专项清理工作，取消了部分低等级公路的收费权，对高速公路形成了一定的分流；2012年7月出台的《重大节假日免收小型客车通行费实施方案》，在一定程度上减少了高速公路的收费收入。2015年7月21日交通运输部发布了《收费公路管理条例》（修正征求意见稿），确立了“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，政府还贷高速公路期满后可继续收费，特许经营高速公路在经营期期满后需交由政府统一管理收费；明确了公路改扩建后可重新核定偿债期限（对于政府还贷公路）或者延长经营期限（对于特许经营公路），政府发起的取消收费要给予补偿；明确政府收费公路实行规范的预算管理，除收费公路权益外，所有收费公路资产均不得转让和上市交易，提高了收费公路设置门槛，并对收费期限做出调整，这些因素未来可能改变部分收费公路企业的生存环境。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变更，收入依然主要来源于工程业务。由于公司上年新承接订单金额有所下降，2015年公司实现主营业务收入50.87亿元，较上年下降11.65%；其中工程收入46.38亿元，较上年下降13.50%，占主营业务收入比重由上年的93.13%下降至91.17%。2015年，公司主营业务毛利率为11.01%，同比上升0.15个百分点，较上年变化不大。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	463,814.16	9.86%	536,223.83	9.65%
产品销售收入	17,752.59	15.82%	9,531.07	1.07%
商品销售收入	3,046.84	10.43%	9,262.77	12.40%
利息收入	4,293.97	90.92%	5,676.55	53.93%
租赁收入	7,714.87	28.15%	12,276.32	41.53%
试验收入	466.12	50.35%	331.37	57.00%
让渡资产使用权	337.78	100%	1,013.44	100.00%
运输收入	434.25	-51.86%	1,099.99	-22.10%
劳务分包收入	10,874.00	6.94%	-	-
其他	-	-	390.94	96.04%
合计	508,734.58	11.01%	575,806.28	10.86%

资料来源：2015年公司审计报告，鹏元整理

公司工程收入有所下降，但新签订单和在手订单规模较大，未来收入有较好保障；受宏观经济和建筑行业增速趋缓影响，未来工程收入仍面临一定压力

由于公司上年新签订单金额下滑，公司工程项目结转收入较上年有所下降，2015年公司国

内工程收入为36.73亿元，同比下降13.73%，占工程业务总收入的79.20%，占比较上年下降0.21个百分点；其中疆内收入16.29亿元，同比下降33.96%，占工程业务总收入的35.12%，占比较上年下降10.88个百分点；疆外收入20.44亿元，同比增长14.11%，占工程业务总收入的44.08%，占比较上年上升10.67个百分点。从区域分布来看，由于疆内工程收入大幅下降且疆外工程收入保持增长，2015年公司工程业务收入中疆外收入首次超过疆内收入，公司疆外工程业务的市场拓展保持较好态势。

从毛利率来看，2015年公司国内市场工程业务毛利率为12.37%，同比增长2.42个百分点；其中疆内市场毛利率为10.34%，同比下降0.28个百分点；疆外市场毛利率为13.99%，同比上升4.96个百分点，主要是2015年结转的主要项目毛利率较高所致，属于毛利率的正常波动。

2015年公司国外工程收入9.65亿元，同比下降12.61%，依然主要由巴基斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等传统区域贡献。由于巴基斯坦N5项目以及塔吉克斯坦部分项目已接近尾声，且当地没有承接新的项目，相关人员和机械设备发生的固定费用计入当前项目，因此巴基斯坦和塔吉克斯坦片区收入和毛利率均较上年下降。吉尔吉斯斯坦和阿富汗片区收入较上年有所增长，其中吉尔吉斯斯坦片区毛利率较上年有所提升但依然为负值，系前期项目的固定费用计入当前项目导致；阿富汗片区受当地局势的影响，工程进度比较缓慢，毛利率有所下降。其他片区毛利率为-139.47%，系已完工的阿尔及利亚项目附属工程发生的成本较高。受上述情况影响，2015年国外工程毛利率为0.29%，较上年大幅下降。需关注的是，由于公司国外工程收入有所下降，且盈利能力较差，受当地政治局势和经济状况影响较大，国外业务存在一定的不确定性。

表4 公司工程收入分区域情况（单位：万元）

项 目	2015 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
国内收入：				
疆内收入	162,905.89	10.34%	246,677.44	10.62%
疆外收入	204,437.19	13.99%	179,152.34	9.03%
国内小计	367,343.08	12.37%	425,829.78	9.95%
国外收入：				
巴基斯坦收入	40,907.58	6.59%	49,568.12	12.75%
塔吉克斯坦收入	27,331.96	-1.17%	46,123.97	10.55%
吉尔吉斯斯坦收入	18,911.68	-2.36%	8,982.67	-27.00%
阿富汗收入	7,873.69	4.6%	5,917.32	10.00%
其他片区收入	1,446.15	-139.47%	-198.03	-18.33%
国外小计	96,471.07	0.29%	110,394.05	8.50%
工程收入合计	463,814.16	9.86%	536,223.83	9.65%

注：国外收入中的其他片区收入系公司已经完工的阿尔及利亚片区项目的后续收入及成本支出。

资料来源：公司提供

2015年公司新承接订单135个，较上年数量略有下降，但受公司承接单一项目体量较大的

因素影响，2015年公司承接订单合同金额合计89.28亿元，较上年增长114.80%；其中疆内、疆外和国外新承接订单金额分别为35.83亿元、38.96亿元和14.49亿元，同比分别增长41.77%、184.72%、455.48%。从单个订单规模来看，2015年公司新承接订单中一亿元以上订单金额合计69.86亿元，同比增长237.39%；全部订单平均金额为6,613.06万元，同比增长133.89%。2015年公司新签合同金额的大幅增长，将对公司未来工程收入形成较好保障。

2015年，公司获得隧道工程专业承包壹级资质，项目承揽能力得到进一步提高，有利于承接城市轨道交通项目订单。但是，由于工程项目业主招标时一般会对过往业绩、资本规模等作出限制性规定，资本规模可能对公司承接特大型工程造成制约；截至2015年末，公司注册资本5.57亿元、净资产为25.54亿元，规模相对较小，可能无法满足一些特大型工程的投标要求。

表5 公司新承接订单情况（单位：个、万元）

项目	2015年	2014年
新承接订单个数	135	147
其中：疆内	98	127
国内（疆外）	24	17
国外	13	3
一亿元以上项目个数	21	13
新承接订单金额	892,762.44	415,629.00
其中：疆内	358,278.60	252,718.00
国内（疆外）	389,568.95	136,823.00
国外	144,914.89	26,088.00
一亿元以上项目金额	698,582.22	207,052.00

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司已开工未完工项目数174个，金额合计125.99亿元，已签约未开工项目数6个，金额合计16.76亿元，在手订单规模较大，未来收入有一定保障。截至2016年4月末，公司已签约前十大订单金额合计54.43亿元，主要为公路和土建工程项目。

表6 截至2015年末公司在手订单情况（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）	15	511,332	1	136,444
1亿（含）-2.5亿	18	268,668	1	15,925
2,000万（含）-1亿	33	266,064	2	11,753
2,000万以下	108	213,840	2	3,450
合计	174	1,259,904	6	167,572

资料来源：公司提供

表7 截至2016年4月末公司已签约前十大订单（单位：万元）

项目名称	金额	项目类型	计划开工时间
------	----	------	--------

新建格尔木至库尔勒铁路新疆段站前工程 S2 标	136,443.59	施工总承包	2016.1.9-2020.9.29
新建蒙西至华中地区铁路煤运通道土建工程 MHTJ-2 标段	125,204.68	施工总承包	2015.8.26-2020.3.26
G341 线白银至永登公路一期工程（中川至永登段）施工总承包招标	59,693.32	施工总承包	2016.1.14-2018.1.5
巴基斯坦建设国家高速公路 M4 戈杰拉-绍考特段 ICB-M4-IIA: 戈杰拉-贾麦尼段(31km)(Km58+200-km89+200)	52,309.85	施工总承包	2015.11.16-2017.11.16
兵团第四师可克达拉市特大桥项目第二标段	41,140.53	施工总承包	2015.10.12-2018.10.12
吉尔吉斯南北第二条公路建设项目（二期工程）八标段	32,923.61	分包	2015.7.20-2019.7.20
国道 302 线珲春至阿尔山公路乌兰浩特至阿力得尔段二期工程土建工程 WATJ-2 标段	29,186.04	施工总承包	2015.3.17-2017.9.17
兰州新区南绕城快速路（中快速路至经三十三路）道路工程	24,150.98	施工总承包	2015.8.18-2016.6.12
国道 219 线吉木乃至和布克赛尔段公路工程 JH-2 标段	21,645.98	施工总承包	2015.12.23-2018.10.30
国道 G104 五河淮河特大桥及接线工程路面工程（1 标段）	21,645.67	施工总承包	2015.2.23-2016.6.23
合计	544,344.25	-	-

资料来源：公司提供

总体来看，2015年公司工程收入虽然有所下降，但新签订单和在手订单规模较大，未来收入有较好保障；需要关注的是，受基建增速趋缓影响，公司未来工程收入仍面临一定的压力。

公司中标福建省南平市顺昌至邵武高速公路项目（以下简称“顺邵高速公路项目”），该项目采用投融资建造模式，现金流充裕、营业收入较高且利润比较稳定，有利于提升公司盈利能力和竞争实力；但由于投资规模较大，未来存在较大的资金压力

2015年，公司中标顺邵高速公路项目，该项目总投资金额60.62亿元，项目资本金为21.22亿元，公司预计投资10.82亿元作为投资参股该项目的资本金，占项目资本金的51%，并首期现金出资2,550.00万元；南平高速出资8.49亿元，占项目资本金的40%；项目资本金根据工程年度投资计划分期到位，确保工程顺利实施。该项目负债性资金为39.40亿元，根据投资协议约定，南平高速将协助顺邵高速公司通过多渠道筹集项目资本金以外的其他建设资金。

福建省南平市人民政府授予顺邵高速公司独占的、具有排他性的特许权，包括投资、融资、设计、施工建设项目的权利；运营、管理项目的权利；收取车辆通行费的权利；项目沿线规定区域内的通信管道经营权和服务设施经营权等其他相关经营权益；项目沿线规定区域内的广告经营权等。上述权利在整个特许经营期内有效，特许经营期包括建设期3年、试运营期3年、收费期23年。

福建省南平市顺昌至邵武高速公路项目为BOT（建造-运营-转让）投融资建造模式，公司利用自身投融资能力，将施工经营与资本经营相结合。公司业务模式分为单一型工程承包模式和投融资建造模式，利润水平分别为3%-7%和10%-20%。投融资建造工程利润水平相对较高，由公司自己投资、施工和运营，能更加合理安排和使用资金，有效控制工程进度，减少资金占

用；另外项目合同中有部分固定收益，即公司融资成本（资金占用费），一般高于银行同期利率。顺邵高速公路项目现金流充裕、营业收入较高且利润比较稳定，与公司路桥施工主业具有上下游产业关系，有利于提升公司盈利能力和竞争实力，实现公司主业转型升级。但由于投资规模较大，未来存在较大的资金压力，同时公司投融资建造业务管理经验相对不足，经营模式的变化也给公司未来发展带有较大不确定性，给公司未来发展带来一定挑战。

总的来看，公司工程主要还是以传统道路、桥梁单一施工为主，现有投融资建造模式工程占比较小。为了更好的推进投融资业务，未来公司将向上延伸勘察、设计和咨询等业务，向下延伸到养护、绿化和交安工程等，完善投融资项目上下游的产业链。

其他主营业务收入整体规模有所下降，对公司收入和利润的补充作用有所降低

除工程业务外，公司还经营建材销售、劳务分包、融资租赁、运输等业务，2015年其他主营业务收入合计44,920.42万元，同比上升13.49%。由于公司子公司重庆兴投实业有限公司和广东冠恒建设有限公司生产的碎石和商品砼等产品销售大幅增加，2015年公司产品销售收入17,752.59万元，同比增长86.26%。2015年公司商品销售收入为3,046.84万元，同比下降67.11%，系由于公司向建材工业公司转让公司控股子公司北新建材、天山玻璃和北新钢结构股权，致使建材商品收入大幅下降。由于海外项目物资运输业务规模下降，2015年公司运输收入为434.25万元，较上年下降60.52%。2015年公司收购志诚劳务新增劳务收入，当年实现劳务分包收入10,874.00万元。公司融资租赁业务主要由公司子公司新疆鼎源融资租赁有限公司经营，受宏观经济增速放缓和施工行业需求下降影响，新增租赁项目规模较上年有所降低，2015年公司租赁收入为7,714.87万元，较上年下降37.16%。公司利息收入主要来源于BT项目业主支付的回购利息，随着BT项目回购款逐步支付，2015年公司利息收入为4,293.97万元，较上年减少24.36%；由于公司收回BT项目回购款偿还银行借款，同时银行贷款利率下调，资金成本下降明显，导致公司利息收入毛利率较上年大幅上升。总体来看，其他主营业务收入规模较上年有所上升，对公司收入和利润的补充作用有所提高。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年度审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015年，公司新纳入合并范围的子公司5家，不再纳入合并范围的子公司3家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，但整体资产流动性一般

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产结构依然以流动资产为主，截至2015年末，公司资产总计127.08亿元，同比增长26.59%，流动资产占总资产比重为68.77%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货和其他流动资产构成。截至2015年末，公司货币资金为25.29亿元，其中受限资金为7,356.14万元，主要为银行承兑保证金、履约保函保证金和预付款保函保证金。截至2015年末，公司应收账款账面价值为18.88亿元，较上年增长6.12%，主要为应收工程款和工程质量保证金。公司应收账款余额中前五名单位欠款金额合计占比29.91%，主要应收对象为国内大型企业（中信国华国际工程承包有限责任公司、中国路桥工程有限责任公司等）和各地的城市建设管理单位（兰州新区城市发展投资有限公司、岳阳市交通建设投资有限公司、喀什经济开发区兵团分区前海投资有限责任公司等），发生坏账的风险相对较小，但仍存在一定回收风险，对公司资金造成一定的占用。截至2015年末，公司应收账款累计计提坏账准备1.77亿元，其中本期计提坏账准备1,454.08万元。

公司其他应收款主要是履约保证金、投标保证金和代垫款及押金等，截至2015年末，公司其他应收款账面价值为11.28亿元，规模较上年略有增长。其他应收款中前五名单位欠款金额合计占比35.27%，主要应收对象为国内大型企业（四川巴万高速公路有限公司、中新房投资有限公司等）、各地区城市建设管理单位（新疆交通建设管理局、兰州新区城市发展投资有限公司等）和公司控股股东兵团建工，发生坏账的风险相对较小，但仍存在一定回收风险且回收时间存在一定的不确定性，影响公司资金的使用效率。截至2015年末，公司其他应收款累计计提坏账准备1.18亿元，其中本期计提坏账准备4,085.45万元。

截至2015年末，公司存货账面价值为28.17亿元，同比增长26.15%，主要包括开发成本和建造合同形成的已完工未结算资产。由于部分工程尚未达到结算条件，存货中已完工未结算资产增长较快。截至2015年末，公司未达到结算程度的工程主要包括新建蒙西至华中地区铁路煤运通道土建工程MHTJ-2标段、吉尔吉斯南北第二条公路建设项目（二期工程）第八标段、巴基斯坦克什米尔城市发展项目等工程。截至2015年末，公司其他流动资产为1.94亿元，其中银行理财产品为1.88亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016-3-31		2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	268,094.69	22.06%	252,862.35	19.90%	111,458.27	11.10%
应收账款	172,634.63	14.21%	188,755.74	14.85%	177,863.29	17.72%
其他应收款	91,775.61	7.55%	112,780.45	8.87%	112,547.39	11.21%

存货	277,330.11	22.82%	281,704.61	22.17%	223,301.22	22.24%
其他流动资产	18,156.70	1.49%	19,429.30	1.53%	1,546.59	0.15%
流动资产合计	849,456.81	69.91%	873,935.72	68.77%	646,971.06	64.45%
长期应收款	216,877.53	17.85%	245,004.96	19.28%	195,451.67	19.47%
长期股权投资	42,576.60	3.50%	42,576.60	3.35%	41,136.57	4.10%
固定资产	50,019.09	4.12%	51,410.46	4.05%	68,152.90	6.79%
在建工程	22,556.07	1.86%	22,189.22	1.75%	12,926.87	1.29%
非流动资产合计	365,619.48	30.09%	396,869.57	31.23%	356,868.45	35.55%
资产总计	1,215,076.29	100.00%	1,270,805.29	100.00%	1,003,839.52	100.00%

资料来源：2014-2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。公司长期应收款主要是BT项目投资款及融资租赁款，截至2015年末，公司长期应收款为24.50亿元，较上年增长25.35%，主要是BT项目投资款较上年大幅增长所致；其中应收BT项目投资款16.33亿元，应收融资租赁款8.17亿元，由于公司融资租赁业务均为建材租赁，客户均提供较高比例保证金和抵押物，回收风险相对较小。截至2015年末，公司长期股权投资为4.26亿元，较上年小幅增长，当年实现权益法确认投资收益341.33万元。公司固定资产主要是机器设备、运输设备、房屋及建筑物等，由于公司向建材工业公司转让北新建材、天山玻璃和北新钢结构三家子公司，截至2015年末，公司固定资产账面价值较上年下降24.57%，其中账面价值5,807.72万元的房屋尚未办妥产权证书。截至2015年末，公司在建工程为2.22亿元，较上年增加0.93亿元，系由于公司新增顺昌至邵武高速公路项目。

总体来看，公司资产规模稳定增长，但应收账款、其他应收款、存货和长期应收款等资产账面价值合计82.82亿元，占资产比重达65.17%，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资产运营效率有所下降，运营压力有所加重

由于2015年公司营业总收入较上年有所下滑，且回款速度下降导致应收账款规模小幅增长，应收账款周转天数较上年增加31.32天。由于2015年已完工但尚未结算的项目增多，公司存货规模增长较快，且受营业收入规模下降影响，存货周转天数较上年增加62.45天。受工程项目结算和付款时间影响，2015年末公司应付账款规模较上年增长较多，应付账款周转天数较上年增加71.59天。由于应收账款和存货合计增长速度快于应付账款，导致净营业周期增加22.18天，达到145.88天。跟踪期内，公司流动资产、固定资产和总资产均有所增长，而同期营业收入有所下滑，因此公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所增加，资产运营效率有所下降，运营压力有所加重。

表9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	130.52	99.20
存货周转天数	199.76	137.31
应付账款周转天数	184.40	112.81
净营业周期	145.88	123.70
流动资产周转天数	534.89	361.66
非流动资产周转天数	265.08	213.14
总资产周转天数	799.98	574.79

注：应收账款周转天数=180*（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/营业收入；

应付账款周转天数=180*（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额）/营业收入；

资料来源：2014-2015年公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下降，主营业务继续亏损

受上年新签订单金额下滑影响，2015年公司营业总收入较上年下降12.03%；综合毛利率为11.09%，较上年下降0.14个百分点。公司综合毛利率水平较低，且应收款项规模较大计提坏账准备较多，2015年公司主营业务亏损90.10万元。由于公司处置子公司股权获得一定收益，投资净收益较上年大幅增加，营业亏损规模较上年有所缩小。

由于公司BT项目规模增大，其代垫资金的利息支出由业主承担，在一定程度上降低了公司财务支出压力，2015年公司财务费用较上年下降42.51%，期间费用率较上年下降0.15个百分点。2015年公司营业外收入同比下降30.71%，系政府补助较上年有所下降。受公司利润规模下降影响，公司总资产回报率和净资产回报率均有所下滑。

总体来看，公司营业收入有所下降，主营业务依然亏损，盈利主要依赖营业外收入，盈利能力有所下滑。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业总收入	54,421.96	511,808.87	581,793.00
投资净收益	256.70	3,266.22	219.11
营业利润	1.27	-90.10	-895.13
营业外收入	436.86	3,115.03	4,495.83
利润总额	349.39	2,091.33	2,755.71
综合毛利率	15.92%	11.09%	11.23%
期间费用率	14.45%	7.72%	7.87%
营业利润率	0.00%	-0.02%	-0.15%
总资产回报率	-	1.34%	2.56%
净资产收益率	-	0.46%	0.78%

注：应收账款周转天数=180*（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/营业收入；应付账款周转天数=180*（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票

据余额)/营业收入。

资料来源：2014-2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金由净流入转为净流出，投资活动支出规模依然较大，面临较大资金压力

跟踪期内，公司净利润规模较上年基本持平，由于财务费用支出规模下降明显，非经营损益规模有所下降，2015年FFO（经营所得现金）较上年下降1.25亿元。由于公司应收账款和应付账款规模均增长较快，导致经营性应收项目和经营性应付项目均有所增加，同时存货规模有所增加，2015年公司营运资本减少3.57亿元，较上年下降明显。2015年公司经营活动产生的现金净流出4,802.10万元，系由于公司收入下降导致收到工程款较上年有所下降，同时单位间往来款回收较少，经营活动现金由上年的净流入转为净流出。

公司投资活动现金流主要是在建工程的投入以及BT项目的资金投入与收回，由于公司在建工程投入较多且主要BT项目仍处于建设期，2015年公司投资活动产生的现金净流出额为3.97亿元，投资活动现金流依然表现为较大规模的净流出。公司筹资活动现金流主要是银行借款的取得和本息偿付，2015年公司筹资活动产生的现金净流入17.15亿元，流入规模较上年进一步扩大。2015年公司吸收投资收到的现金为11.67亿元，主要是公司子公司顺邵高速公司吸收投资3.96亿元以及北新投资吸收投资7.50亿元。由于公司BT项目资金投入规模较大且投资回收期相对较长，特别是顺邵高速公路项目投资规模较大，未来随着业务规模的扩大，公司存在较大的资金压力。

总的来看，公司经营活动现金由净流入转为净流出，投资活动支出规模依然较大，由于BT项目资金投入较大且投资回收期相对较长，未来面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	907.38	1,081.97
非付现费用	19,198.05	22,127.13
非经营损益	9,458.41	18,834.46
FFO	29,563.84	42,043.56
营运资本变化	-35,694.44	-10,809.31
其中：存货减少（减：增加）	-60,423.85	-52,614.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-54,867.18	-62,770.39
经营性应付项目的增加（减：减少）	79,596.59	104,575.48
经营活动产生的现金流量净额	-4,802.10	32,109.03
投资活动产生的现金流量净额	-39,737.61	-54,339.32
筹资活动产生的现金流量净额	171,514.68	46,782.85
现金及现金等价物净增加额	127,564.56	24,359.32
收现比	0.86	0.90

资料来源：2014-2015 年公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模增长较快，债务压力有所加大，存在较大的偿债压力

随着公司加大工程项目投资，资金需求增加导致新增借款规模较大，截至2015年末，公司负债总额为101.54亿元，较上年增长17.18%。由于公司子公司顺邵高速公司吸收投资3.96亿元以及北新投资吸收投资7.50亿元，截至2015年末，公司所有者权益为25.54亿元，较上年增长86.05%，公司负债与所有者权益比率由上年的631.36%下降至397.64%，所有者权益对负债的保障程度有所提高，但保障程度依然较弱。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016-3-31	2015-12-31	2014-12-31
负债总额	959,533.52	1,015,440.31	866,583.57
所有者权益	255,542.77	255,364.98	137,255.95
负债与所有者权益比率	375.49%	397.64%	631.36%

资料来源：2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从债务结构来看，2015年公司流动负债占总负债比重为68.50%，较上年小幅下降1.23个百分点，公司债务结构仍以流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。随着公司加大工程项目投入，公司新增借款规模较大，截至2015年末，公司短期借款增长至16.97亿元，同比增长103.49%。公司应付账款主要是应付分包商和材料供应商的工程款和材料款等，截至2015年末，公司应付账款为25.97亿元，受工程项目结算和付款时间影响，同比增长38.25%；截至2016年3月末，公司应付账款下降至18.68亿元。公司预收款项主要为业主根据工程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，2015年末预收款项较年初有所下降，主要系依据工程结算冲减较多所致。公司其他应付款主要为向分包商分包工程收取的投标保证金、履约保证金、工程质量保证金以及往来款等，截至2015年末，公司其他应付款为9.73亿元，较上年增长13.60%。截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债为6.42亿元，较上年下降51.54%，全部为一年内到期的长期借款。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016-3-31		2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	130,707.02	13.62%	169,740.00	16.72%	83,415.64	9.63%
应付账款	186,794.86	19.47%	259,691.11	25.57%	187,845.98	21.68%
预收款项	82,049.83	8.55%	69,363.54	6.83%	88,660.46	10.23%
其他应付款	93,175.25	9.71%	97,321.40	9.58%	85,670.44	9.89%
一年内到期的非流动负债	36,465.49	3.80%	64,239.30	6.33%	132,575.00	15.30%

流动负债合计	566,566.61	59.05%	695,551.74	68.50%	604,259.60	69.73%
长期借款	323,126.41	33.68%	249,962.30	24.62%	186,516.25	21.52%
应付债券	47,594.00	4.96%	47,594.00	4.69%	47,444.18	5.47%
长期应付款	21,859.41	2.28%	21,938.80	2.16%	26,351.23	3.04%
非流动负债合计	392,966.92	40.95%	319,888.57	31.50%	262,323.97	30.27%
负债合计	959,533.52	100.00%	1,015,440.31	100.00%	866,583.57	100.00%
有息债务	553,227.09	57.66%	543,107.45	53.48%	457,016.79	52.74%

资料来源：2014-2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。截至2015年末，公司长期借款为25.00亿元，较上年增长34.20%，包括保证借款6.27亿元、信用借款18.35亿元和质押借款0.38亿元。截至2015年末，公司应付债券为4.76亿元，全部为本期债券。长期应付款主要为公司向融资租赁业务客户收取的保证金，截至2015年末，公司长期应付款为2.19亿元，较上年下降16.74%，系公司融资租赁业务下滑所致。截至2015年末，公司有息债务规模为54.31亿元，较上年增长18.84%，占债务总额的比重为53.48%；其中短期有息债务为24.56亿元、长期有息债务为29.76亿元。总的来看，公司有息债务增长较快且规模较大，存在较大的偿债压力。

从偿债指标来看，2015年末公司资产负债率为79.91%，较上年下降6.42个百分点，负债水平依然较高。由于流动资产增长较快，公司流动比率和速动比率均较上年有所提高。由于公司利润下降，2015年公司EBITDA为2.89亿元，较上年下降28.65%；同时公司利息支出规模下降幅度较大，EBITDA利息保障倍数较上年小幅提升。公司有息债务新增规模较大，且EBITDA有所下滑，有息债务/EBITDA倍数上升明显。整体来看，公司债务压力有所加大，面临较大的偿债压力。

表14 公司偿债能力指标

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
资产负债率	78.97%	79.91%	86.33%
流动比率	1.50	1.26	1.07
速动比率	1.01	0.85	0.70
EBITDA (万元)	-	28,851.53	40,437.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.05	1.89
有息债务/EBITDA	-	18.82	11.30

资料来源：2014-2015 年公司审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

兵团建工运营情况较为稳定，由其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券本息偿付提供较好保障

公司控股股东兵团建工为本期债券的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付

的费用。跟踪期内，兵团建工注册资本、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生重大变化，控股股东及实际控制人均为新疆生产建设兵团建筑工程师国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，兵团建工营业收入依然主要来源于工程施工业务，包括基建建设、水利和水电工程以及房建工程等，2015年兵团建工实现主营业务收入212.34亿元，同比增长3.43%。从收入结构来看，基建建设收入为112.43亿元，较上年增长22.24%；水利和水电工程收入为28.41亿元，较上年增长3.57%；房建工程收入为49.35亿元，较上年下降15.10%。2015年兵团建工主营业务毛利率为8.13%，同比小幅上升0.09个百分点，较上年基本保持持平。

表15 兵团建工主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

类别	2015年度		2014年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基建建设	1,124,319.09	8.46%	919,761.26	7.56%
铁路工程	42,093.46	8.80%	22,156.01	7.25%
水利和水电工程	284,081.30	9.21%	274,275.99	7.33%
公路、桥工程	69,039.20	8.41%	68,153.33	9.02%
房建工程	493,474.75	6.33%	581,214.70	7.21%
房地产	50,463.10	15.96%	81,405.08	20.99%
其他工程	59,941.96	4.06%	105,991.98	8.17%
合计	2,123,412.86	8.13%	2,052,958.35	8.04%

资料来源：兵团建工2014-2015年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，兵团建工资产总额为242.05亿元，归属于母公司的所有者权益为40.52亿元，资产负债率为74.42%；2015年度，兵团建工实现营业收入231.32亿元，利润总额6.03亿元，经营活动产生的现金流量净额6.37亿元。

表16 兵团建工主要财务指标

项目	2015年	2014年
总资产（万元）	2,420,527.51	1,885,158.86
归属于母公司所有者权益合计（万元）	405,159.48	339,000.96
有息债务（万元）	934,390.77	785,680.16
资产负债率	74.42%	75.81%
流动比率	1.31	1.32
速动比率	0.98	1.01
营业收入（万元）	2,313,168.03	2,345,739.18
营业利润（万元）	55,618.17	49,599.12
利润总额（万元）	60,308.05	57,183.24
综合毛利率	9.03%	9.62%
总资产回报率	4.86%	6.56%
EBITDA（万元）	147,106.22	138,188.93
EBITDA 利息保障倍数	3.25	2.74
经营活动产生的现金流量净额（万元）	63,677.67	125,972.05

资料来源：兵团建工2014-2015年审计报告，鹏元整理

总体来看，兵团建工运营情况较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证

担保能为本期债券偿付提供较好的保障。但是，兵团建工作为公司控股股东，与公司的业务同质性较强。

经鹏元综合评定，兵团建工主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本期债券本息偿付提供较好的信用保障。

七、或有事项分析

截至2015年12月31日，公司及其子公司对外担保金额共计1,500.00万元，占期末所有者权益比例为0.59%，全部为公司对新疆北新永固钢结构工程有限公司提供的保证担保，存在一定的或有负债风险。

表17 截至2015年末，公司及其子公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保期限	担保额	担保方式
新疆北新永固钢结构工程有限公司	12个月	1,500.00	保证

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

跟踪期内，公司新承接订单增长较快，在手订单规模较大，未来收入有较好保障。兵团建工运营较为稳定，由其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的本息偿付提供较好保障。

同时我们也关注到，受国内宏观经济增速放缓影响，公司工程业务面临较大的下行压力。公司营业收入有所下降，由于工程业务毛利率水平依然较低，主营业务依然亏损。公司应收账款、其他应收款、存货和长期应收款等资产占资产总额比重较高，沉淀资金较多，资产流动性一般。公司有息债务规模持续攀升，仍存在较大的偿债压力等风险因素。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016-03-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
货币资金	268,094.69	252,862.35	111,458.27	87,504.46
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	55.80
应收票据	1,355.00	1,187.54	3,309.48	1,699.50
应收账款	172,634.63	188,755.74	177,863.29	137,751.41
预付款项	19,535.52	16,891.07	16,944.82	13,801.82
应收利息	574.55	324.64	0.00	0.00
其他应收款	91,775.61	112,780.45	112,547.39	110,500.40
存货	277,330.11	281,704.61	223,301.22	170,664.02
其他流动资产	18,156.70	19,429.30	1,546.59	0.00
流动资产合计	849,456.81	873,935.72	646,971.06	521,977.42
发放贷款及垫款	3,148.39	3,255.06	3,040.45	4,379.99
可供出售金融资产	4,626.47	4,626.47	4,626.47	4,626.47
持有至到期投资	9,959.08	11,703.93	16,764.36	25,398.35
长期应收款	216,877.53	245,004.96	195,451.67	170,136.02
长期股权投资	42,576.60	42,576.60	41,136.57	41,470.07
固定资产	50,019.09	51,410.46	68,152.90	71,113.80
在建工程	22,556.07	22,189.22	12,926.87	2,166.46
无形资产	2,263.47	2,279.55	4,642.46	4,426.19
商誉	1,025.62	1,025.62	1,326.71	870.48
长期待摊费用	6,647.93	7,010.91	3,790.01	3,582.71
递延所得税资产	5,919.22	5,786.79	5,009.98	3,852.45
非流动资产合计	365,619.48	396,869.57	356,868.45	332,022.98
资产总计	1,215,076.29	1,270,805.29	1,003,839.52	854,000.40
短期借款	130,707.02	169,740.00	83,415.64	53,252.89
应付票据	15,334.17	11,571.85	7,065.72	3,778.41
应付账款	186,794.86	259,691.11	187,845.98	124,974.73
预收款项	82,049.83	69,363.54	88,660.46	116,808.96
应付职工薪酬	5,440.45	5,140.32	3,719.81	2,344.27
应交税费	15,129.21	16,645.53	13,526.46	10,278.71
应付利息	1,135.24	1,503.61	1,500.24	947.51
应付股利	335.08	335.08	279.84	189.84
其他应付款	93,175.25	97,321.40	85,670.44	56,912.97
一年内到期的非流动负债	36,465.49	64,239.30	132,575.00	48,750.00
流动负债合计	566,566.61	695,551.74	604,259.60	418,238.28
长期借款	323,126.41	249,962.30	186,516.25	230,185.50
应付债券	47,594.00	47,594.00	47,444.18	47,289.60
长期应付款	21,859.41	21,938.80	26,351.23	18,869.18
递延收益-非流动负债	387.10	393.48	2,012.31	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	626.38
非流动负债合计	392,966.92	319,888.57	262,323.97	295,970.66
负债合计	959,533.52	1,015,440.31	866,583.57	715,208.94

实收资本(或股本)	55,732.72	55,732.72	55,732.72	42,871.32
资本公积金	50,054.09	50,054.09	33,442.85	48,556.94
其它综合收益	-381.49	-193.82	1,028.10	1,401.66
专项储备	4,344.95	4,112.39	2,728.39	3,239.52
盈余公积金	3,481.77	3,481.77	3,481.77	3,424.76
未分配利润	35,594.13	35,163.45	31,798.65	28,848.93
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	148,826.18	148,350.60	128,212.48	128,343.13
少数股东权益	106,716.59	107,014.38	9,043.47	10,448.33
所有者权益合计	255,542.77	255,364.98	137,255.95	138,791.46
负债和所有者权益合计	1,215,076.29	1,270,805.29	1,003,839.52	854,000.40

资料来源：2013-2015年公司审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
营业总收入	54,421.96	511,808.87	581,793.00	502,089.17
营业收入	54,364.44	511,471.09	580,779.56	501,483.82
手续费及佣金收入	57.51	337.78	1,013.44	605.35
营业总成本	54,677.38	515,165.20	582,907.24	501,473.73
营业成本	45,760.09	455,041.83	516,438.06	438,087.10
营业税金及附加	1,483.87	15,107.90	15,330.79	14,874.41
销售费用	389.88	2,559.93	2,011.18	969.77
管理费用	5,121.67	26,858.18	26,216.64	23,266.45
财务费用	2,344.31	10,042.72	17,468.29	16,617.24
资产减值损失	-422.43	5,554.63	5,442.28	7,658.76
其他经营收益	256.70	3,266.22	219.11	353.73
投资净收益	256.70	3,266.22	219.11	358.29
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		341.33		-434.41
营业利润	1.27	-90.10	-895.13	969.17
加：营业外收入	436.86	3,115.03	4,495.83	2,208.50
减：营业外支出	88.74	933.59	844.99	688.09
利润总额	349.39	2,091.33	2,755.71	2,489.58
减：所得税	238.10	1,183.95	1,673.74	2,100.92
净利润	111.29	907.38	1,081.97	388.67
减：少数股东损益	-319.39	-2,457.42	-1,924.77	-603.08
归属于母公司所有者的净利润	430.69	3,364.79	3,006.74	991.75

资料来源：2013-2015年公司审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	87,556.75	441,976.51	521,138.49	449,463.99
收到的税费返还	15.70	259.66	503.64	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	22,033.22	45,404.48	64,430.66	33,062.70
收取利息、手续费及佣金的现金	364.05	326.70	1,005.06	637.25
经营活动现金流入小计	109,969.72	487,967.34	587,077.84	483,163.94
购买商品、接受劳务支付的现金	98,619.28	413,308.61	454,145.00	391,772.53
支付给职工以及为职工支付的现金	5,801.73	31,189.21	30,177.20	24,269.46
支付的各项税费	2,689.29	17,361.13	17,135.25	17,189.80
支付其他与经营活动有关的现金	8,092.20	30,910.50	53,511.36	84,688.38
客户贷款及垫款净增加额	199.02	0.00	0.00	1,402.00
经营活动现金流出小计	115,401.53	492,769.45	554,968.81	519,322.18
经营活动产生的现金流量净额	-5,431.81	-4,802.10	32,109.03	-36,158.24
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	666.62	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	564.30	171.14	784.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	40.72	407.05	938.18	651.28
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	8,018.85	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	29,058.07	28,751.72	17,065.54	47,073.57
投资活动现金流入小计	29,098.78	37,741.92	18,841.48	48,509.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,716.61	28,896.13	19,437.33	11,129.91
投资支付的现金		20,073.04	3,086.57	43,796.79
支付其他与投资活动有关的现金	2,625.11	28,510.36	50,656.90	69,470.67
投资活动现金流出小计	6,341.73	77,479.53	73,180.80	124,397.37
投资活动产生的现金流量净额	22,757.06	-39,737.61	-54,339.32	-75,887.63
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	116,666.60	490.00	4,550.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	114,583.00	490.00	4,550.00
取得借款收到的现金	70,497.95	515,727.06	240,858.04	130,364.92
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	6,932.10	2,825.01	2,501.57
筹资活动现金流入小计	70,497.95	639,325.75	244,173.05	137,416.49
偿还债务支付的现金	64,140.64	431,942.35	170,539.54	63,136.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,199.65	33,554.92	26,612.97	18,400.49
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	83.50	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	79.39	2,313.81	237.69	863.93
筹资活动现金流出小计	67,419.68	467,811.08	197,390.20	82,400.95
筹资活动产生的现金流量净额	3,078.28	171,514.68	46,782.85	55,015.54
汇率变动对现金的影响	168.92	589.59	-193.24	630.31
现金及现金等价物净增加额	20,572.45	127,564.56	24,359.32	-56,400.02

资料来源：2013-2015年公司审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	907.38	1,081.97	2,256.36
加：资产减值准备	5,554.63	5,442.28	6,498.79
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,480.30	12,505.75	11,616.33
无形资产摊销	317.15	270.89	353.76
长期待摊费用摊销	2,845.97	3,908.21	2,092.84
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	384.66	-785.90	-122.39
财务费用	13,116.78	20,997.00	20,205.47
投资损失	-3,266.22	-219.11	-358.29
递延所得税资产减少	-776.81	-1,157.53	-931.05
递延所得税负债增加	0.00	0.00	-3.70
存货的减少	-60,423.85	-52,614.40	-65,969.75
经营性应收项目的减少	-54,867.18	-62,770.39	-144,536.95
经营性应付项目的增加	79,596.59	104,575.48	130,405.85
其他	1,328.51	874.79	2,334.48
经营活动产生的现金流量净额	-4,802.10	32,109.03	-36,158.24

资料来源：2013-2015年公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年一季	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数	-	130.52	99.20	87.95
存货周转天数	-	199.76	137.31	111.82
应付账款周转天数	-	184.40	112.81	89.41
净营业周期	-	145.88	123.70	110.36
流动资产周转天数	-	534.89	361.66	333.13
固定资产周转天数	-	265.08	213.14	203.99
总资产周转天数	-	799.98	574.79	537.12
综合毛利率	15.92%	11.09%	11.23%	12.75%
期间费用率	14.45%	7.72%	7.87%	8.15%
营业利润率	0.00%	-0.02%	-0.15%	0.19%
总资产回报率	-	1.34%	2.56%	3.05%
净资产收益率	-	0.46%	0.78%	0.29%
负债与所有者权益比率	375.49%	397.64%	631.36%	515.31%
资产负债率	78.97%	79.91%	86.33%	83.75%
流动比率	1.50	1.26	1.07	1.25
速动比率	1.01	0.85	0.70	0.84
EBITDA (万元)	-	28,851.53	40,437.56	36,927.87
EBITDA 利息保障倍数	-	2.05	1.89	1.81
有息债务 (万元)	553,227.09	543,107.45	457,016.79	383,256.40
有息债务/EBITDA	-	18.82	11.30	10.38

资料来源：2013-2015年公司审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	应收账款周转天数=180*（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/营业收入
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	应付账款周转天数=180*（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额）/营业收入
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	期间费用率	（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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。