

2012 年新疆北新路桥集团股份有限公司

**公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

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>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第【96】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: 王学鹏 刘书芸

电话: 021-51035670

邮箱: wangxp@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

2012 年新疆北新路桥集团股份有限公司公司债券 2017 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	2017 年 05 月 18 日	2016 年 05 月 17 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 2017 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营业收入和利润稳定增长, 新承接订单增长较快, 在手订单规模较大, 未来收入拥有较好保障; 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交通运输行业固定资产投资增速放缓和原材料价格上涨影响, 公司面临一定运营压力; 公司国外路桥工程收入下降且毛利率水平较低, 国外业务存在一定不确定性; 公司资产流动性一般, 有息债务规模进一步攀升, 仍存在较大偿债压力; 公司重大诉讼事项对未来利润影响具有不确定性等风险因素。

正面:

- 公司营业收入显著增长, 主营业务扭亏为盈。2016 年公司实现营业总收入为 65.30 亿元, 同比增长 27.59%, 其中路桥工程收入 57.59 亿元, 同比增长 24.17%; 2016 年公司营业利润为 0.45 亿元, 主营业务实现扭亏为盈, 利润总额为 0.57 亿元, 同比增长 170.71%。
- 公司新承接订单增长较快, 在手订单规模较大, 未来收入拥有较好保障。2016 年公司新承接订单合同金额合计 200.76 亿元, 较上年大幅增长 124.88%; 截至 2016 年末公司已开工未完工项目数 193 个, 金额合计 214.01 亿元, 已签约未开工项目数 26 个, 金额合计 100.55 亿元, 未来收入拥有较好保障。

- **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：

- **受交通运输行业固定资产投资增速放缓和原材料价格上涨影响，公司面临一定运营压力。**2016年我国交通运输行业固定资产投资5.36万亿元，同比增长9.50%，增速同比下降4.69个百分点；由于钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致施工成本增加，且受营改增政策影响，2016年公司路桥工程毛利率由2015年的9.86%下降至7.85%，面临一定的运营压力。
- **公司国外路桥工程收入下降且毛利率水平较低，国外业务存在一定不确定性。**2016年公司国外路桥工程收入8.56亿元，同比下降11.22%，毛利率为1.20%，保持较低水平；由于国外路桥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，国外业务发展存在一定的不确定性。
- **公司资产流动性一般。**2016年末公司应收款项占资产比重为22.97%，应收款项规模较大且存在一定回收风险；存货、长期应收款和在建工程占资产比重为48.76%，公司沉淀资金较多，影响资金使用效率，整体资产流动性一般。
- **公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大偿债压力。**2017年3月末公司资产负债率为78.49%，有息债务上升至64.77亿元，占债务总额比重为52.20%；2016年公司EBITDA为3.61亿元，EBITDA利息保障倍数为2.31，公司仍存在较大偿债压力。
- **公司重大诉讼事项对未来利润影响具有不确定性。**公司诉中国新型房屋集团有限公司（以下简称“中新房集团”）、四川巴万高速公路有限公司（以下简称“巴万高速公司”）定金合同纠纷案件于2016年12月获法院立案受理，涉案金额4.37亿元，公司已对该笔定金本金2.00亿元计提坏账准备0.10亿元，截至2017年4月末该案尚未开庭审理，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司未来利润影响具有不确定性。

主要财务指标：

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,580,766.79	1,537,082.31	1,270,805.29	1,003,839.52
归属于母公司所有者权益合计（万元）	189,266.84	176,255.07	148,350.60	128,212.48

有息债务（万元）	647,704.77	584,472.90	543,107.45	457,016.79
资产负债率	78.49%	81.68%	79.91%	86.33%
流动比率	1.30	1.20	1.26	1.07
速动比率	0.86	0.73	0.85	0.7
营业总收入（万元）	84,622.20	652,995.63	511,808.87	581,793.00
营业利润（万元）	345.24	4,453.41	-90.10	-895.13
利润总额（万元）	877.57	5,661.35	2,091.33	2,755.71
综合毛利率	12.57%	9.54%	11.09%	11.23%
期间费用率	11.64%	6.54%	7.71%	7.85%
总资产回报率	-	1.44%	1.34%	2.56%
EBITDA（万元）	-	36,123.19	28,851.53	40,437.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.31	2.05	1.89
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-26,723.38	17,588.32	-4,802.10	32,109.03

资料来源：2014-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

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。本期债券募集资金扣除发行费后，全部用于补充公司流动资金，截至2017年4月30日，本期债券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，公司控股股东和实际控制人均为兵团建工，兵团建工系由新疆生产建设兵团建筑工程师国有资产监督管理委员会100%控股的国有独资公司。2016年，公司新纳入合并范围的子公司6家，不再纳入合并范围的子公司3家，具体如下表所示。

表1 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016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	注册资本	业务性质	合并方式
北屯市北新路桥城市建设发展有限公司	52.00%	28,000.00	路桥建设投资	投资新设
昌吉市北新路桥城市建设有限公司	65.00%	12,900.00	路桥建设投资	投资新设
西藏北新天昊建设工程有限公司	100.00%	20,000.00	建筑工程	投资新设
新疆天诚恒源劳务有限公司	100.00%	500.00	劳务派遣	协议收购
新疆北新蕴丰物业服务有限公司	100.00%	300.00	物业管理	投资新设
成都天昶盛腾商贸有限责任公司	90.00%	700.00	商业贸易	投资新设
2、2016年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并报表原因
甘肃北新路桥辉煌建设有限公司	100.00%	5,000.00	路桥建设投资	注销
新疆北新恒业发展有限公司	100.00%	5,000.00	路桥建设投资	注销
重庆启零教育管理服务有限公司	34.00%	5,000.00	教育管理	转让股权

注：成都天昶盛腾商贸有限责任公司由公司子公司西藏天昶建设工程有限公司持股 90.00%；新疆北新蕴丰物业服务有限公司由公司子公司新疆北新投资建设有限公司持股 100.00%；新疆天诚恒源劳务有限公司由公司子公司新疆生产建设兵团交通建设有限公司持股 100.00%；

资料来源：公司 2016 年审计报告、鹏元整理

为扩大疆内交通基础设施市场份额和享受“一带一路”政策优惠，公司于2016年8月与新疆生产建设兵团第十师国有资产经营有限公司共同投资设立北屯市北新路桥城市建设发展有限公司，公司持股52.00%；并于2016年10月与昌吉市国有资产投资经营有限责任公司共同投资设立昌吉市北新路桥城市建设有限公司，公司持股65.00%。为开拓西藏及周边地区交通基础设施

施市场，提高公司在西藏市场的竞争能力，公司于2016年7月在拉萨市成立西藏北新天昊建设工程有限公司，公司持股100.00%。

为提高公司项目利润率和有效控制劳务用工风险及评价，公司子公司新疆生产建设兵团交通建设有限公司于2016年4月协议收购新疆天诚恒源劳务有限公司100%股份，提高了当期公司劳务分包收入规模。为配合公司房地产项目实施和提供物业管理服务，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”）于2016年4月成立新疆北新蕴丰物业服务有限公司。为配合公司在四川区域路桥项目实施，公司子公司西藏天昶建设工程有限责任公司于2016年8月投资成立成都天昶盛腾商贸有限责任公司。

为优化资源配置和进一步提高公司资产质量，2016年公司注销了甘肃北新路桥辉煌建设有限公司和新疆北新恒业发展有限公司，公司子公司北新投资于2016年7月将其持有的子公司重庆启零教育管理服务有限公司的部分股权进行转让，股权转让完成后北新投资持有股权比例由66.93%下降至34.00%，故不再纳入合并报表范围。由于上述不再纳入合并范围的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2016年12月31日，公司资产总额为153.71亿元，归属于母公司的所有者权益为17.63亿元，资产负债率为81.68%；2016年度，公司实现营业收入65.30亿元，利润总额5,661.35万元，经营活动产生的现金流量净流入1.76亿元。

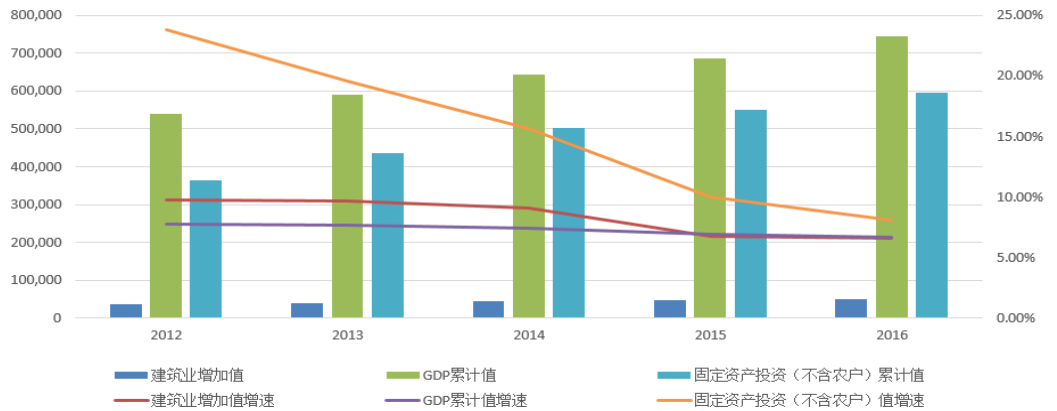
截至2017年3月31日，公司资产总额为158.08亿元，归属于母公司的所有者权益为18.93亿元，资产负债率为78.49%；2017年1-3月，公司实现营业收入8.46亿元，利润总额877.57万元，经营活动产生的现金流量净流出2.67亿元。

三、运营环境

2016年建筑行业增加值保持稳定增长，但增速继续下滑，由于建筑行业属于强周期行业，受宏观经济增速放缓和固定资产投资增速下降影响，建筑行业未来发展仍面临一定压力

建筑业作为国民经济的重要基础产业，其运行周期性较强，发展情况受宏观经济发展波动影响较大。受全球经济下滑和产能过剩等多重因素影响，近年我国宏观经济增速明显放缓，经济增速持续下滑。2016年我国全年实现国内生产总值744,127亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%，增速较2015年下降0.2个百分点，为2000年以来中国经济增速的最低值。在经济增长持续放缓的形势下，固定资产投资增长乏力，投资增速持续下降，2016年我国固定资产投资（不含农户）为596,501亿元，同比增长8.1%，增速较2015年下降2.0个百分点，为2000年以来固定资产投资（不含农户）增速的最低值，其中采矿业、建筑业、批发和零售业、住宿和餐饮业及金融业的固定资产投资同比增长为负。

图1 近年我国GDP、固定资产投资和建筑业增加值及增速情况（单位：亿元）



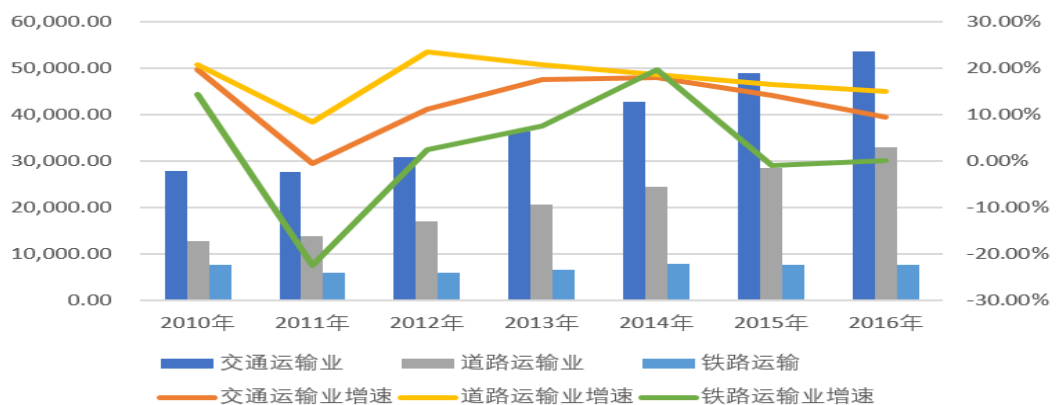
资料来源：wind资讯，鹏元整理

由于建筑业属于强周期行业，与我国宏观经济形势具有高度相关性，在国内生产总值以及固定资产投资增速放缓的背景下，我国建筑业增加值增速也随之放缓，建筑行业未来发展仍面临一定压力。2016年建筑业增加值为49,522亿元，同比增长6.60%，增速较2015年下降0.20个百分点。2016年我国建筑业GDP占全国GDP比重为6.65%，占比较2015年下滑了0.21个百分点。

2016年我国交通运输业固定资产投资保持增长，投资增速有所下滑，随着我国高速公路网和铁路网的持续建设以及“一带一路”战略实施，仍为建筑业发展提供较好的外部环境

2016年我国以道路运输和铁路运输为代表的交通运输业固定资产投资规模保持稳定增长，但在固定资产投资整体增速放缓的背景下，交通运输业投资增速也有所下降，2016年我国交通运输业（含仓储和邮政业）固定资产投资完成额为53,628.00亿元，同比增长9.50%，增速较2015年下降4.69个百分点；其中道路运输业固定资产投资完成额为32,937.34亿元，同比增长15.12%，增速较2015年下降1.35个百分点；铁路运输业固定资产投资完成额为7,748.11亿元，同比增长0.24%，增速较2015年提升1.15个百分点。

图2 近年我国交通运输业固定资产投资完成额和增速情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

随着我国高速公路网和铁路网络的建设和推进以及“一带一路”战略实施，将推动我国道路运输、铁路运输等基础设施建设投资将保持持续增长，为建筑行业发展提供了较好的外部环境。国务院于2017年2月印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，要求加快推进由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，到2020年基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系。根据国家发展改革委、交通运输部和于2016年7月印发的《中长期铁路网规划》，要求完善广覆盖的全国铁路网，建成现代的高速铁路网，并打造一体化的综合交通枢纽，预计到2020年铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里。根据国家发展改革委、外交部和商务部联合发布的《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，由于“一带一路”沿线涉及60多个国家，“一带一路”战略的推进将推动新疆等重点省市交通基础设施建设持续较快发展。

跟踪期内国内钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致建筑企业施工成本增长较快，建筑企业面临较大的运营压力

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，而钢材和水泥市场价格均具有较强的波动性。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施工成本影响较大，建筑施工的招标承包性质也决定了由建筑企业主要承担建筑材料价格波动的风险。

为化解经济下行压力，政府加大供给侧改革力度，通过实施“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”等多方面措施稳定经济增长，促进了钢铁、煤炭、水泥落后和过剩产能的出清，并通过大规模的基础设施投资建设，提高了市场整体需求。由于铁矿石等大宗原材料价格对钢材溢价效应明显，人民币贬值导致购进原料成本上升，进而抬高钢材制造成本，煤炭等原材料价格的上涨也是钢材和水泥价格上涨的重要原因。受上述多种因素影响，跟踪期内国内钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致建筑企业施工成本大幅增加，MyIpic综合矿价指数由2015年12月的49.20点开始回升反弹，最高上涨至2017年2月的99.00点，上涨幅度达101.22%；Myspic综合钢价指数自2015年12月的69.67点开始回升反弹，最高上涨至2017年3月的139.95点，上涨幅度达100.88%；水泥价格指数自2016年2月的77.77点开始回升反弹，最高上涨至2017年3月的105.25点，上涨幅度达35.34%。

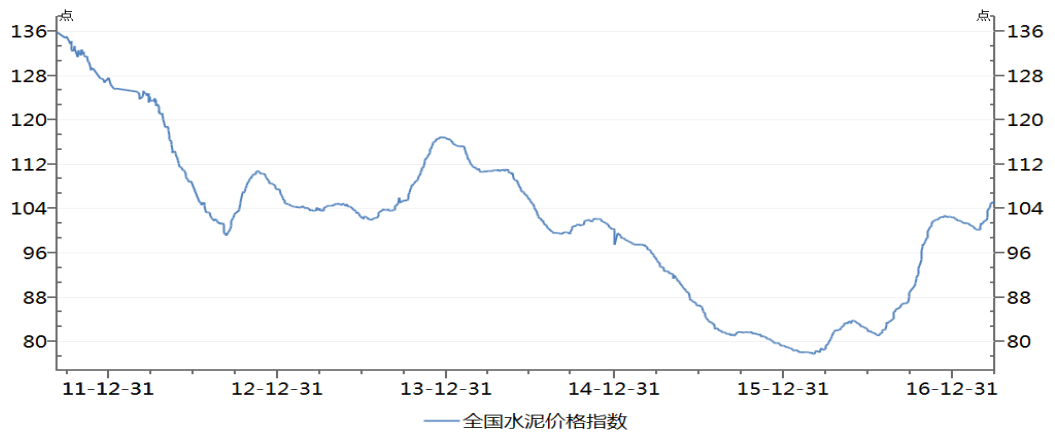
近期钢材和水泥价格仍将处于高位震荡运行，建筑企业面临较大运营压力，虽然建筑企业通过签订“敞口合同”或通过合同条款中约定建材价格超过一定范围后调整合同相关条款等方式可以在一定程度上降低建材价格上涨的影响，但即便如此也会因时滞等原因遭受损失。

图3 近年我国钢铁及铁矿石价格指数变动情况（单位：点）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图4 近年我国水泥价格指数变动情况（单位：点）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

2016年全国PPP项目数量及投资额均稳步上升，为建筑行业发展提供较好支持；随着国家加大PPP模式推广力度，积极引导各类社会资本参与，未来仍有较大的投资增长空间

PPP（Public—Private—Partnership）模式，即政府和社会资本合作模式，PPP模式将部分政府责任以特许经营权方式转移给社会主体（企业），政府与社会主体建立起“利益共享、风险共担、全程合作”的共同体关系，使得政府的财政负担减轻，社会主体的投资风险减小。

近年国家大力鼓励社会资本参与PPP项目，提高PPP项目落地率。2016年10月，财政部发布《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，为鼓励和引导社会资本参与，相关部门实行简政放权、加大财政支持力度等多项优惠政策。在简政放权方面，不仅减少行政审批环节，对于涉及工程建设、设备采购或服务外包的PPP项目，合作方依法能够自行

建设、生产或者提供服务的，按照《招标投标法实施条例》第九条规定，社会资本合作方可以不再进行招标。建筑施工企业入股PPP项目公司就可获得该项目的工程承建业务，将会鼓励建筑施工企业更多的参与PPP项目。目前PPP项目参与主体仍以国有企业为主，民营资本占比较低，由于PPP项目周期长（财政部规定至少为10年）、经济效益差和投资规模大等因素导致社会资本承担的风险随之放大，民营资本参与度不高。

全国PPP综合信息平台项目库于2016年初正式启动运行，全国入库项目和投资额均呈稳步上升态势，为建筑行业发展提供了较好支持。截至2016年12月末，全国入库PPP项目共计11,260个，投资额13.5万亿元，较2016年初分别增长61%和66%；其中已签约落地1,351个，投资额2.2万亿元，落地率31.6%，较年初提高12个百分点；市政工程、交通运输和城镇开发三个行业项目个数和投资额均居前三名，合计占入库项目总数、总投资额的54%、68%。目前PPP项目投资仍以国有资本为主，民营资本尚未有效进入，随着国家加大PPP模式的推广应用力度，积极引导各类社会资本参与，不断提高公共服务供给质量和效率，未来仍有较大的投资增长空间。

国内高速公路运营具有较好的竞争优势，2016年全国公路运输量保持持续增长，但高速公路运营受政策影响较大，且高速铁路的快速发展将对高速公路运输产生一定分流影响

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。

随着国民收入的稳步增长以及汽车工业的快速发展，近年来国内机动车保有量不断增长，截至2016年末全国机动车保有量为2.90亿辆，较2015年末增长3.94%，机动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。从公路运输情况来看，受高速铁路分流影响，2016年全国公路旅客运输量继续下降，但货物运输量保持增长，2016年全国公路运输人次为156.3亿人次，货物运输量为336.3亿吨，较上年分别下降3.5%及上升6.8%，因公路运输中货物运输占绝大比例，因此总体来看，2016年全国公路运输量依然保持持续增长。

表2 2015-2016年全国公路旅客及货物运输情况

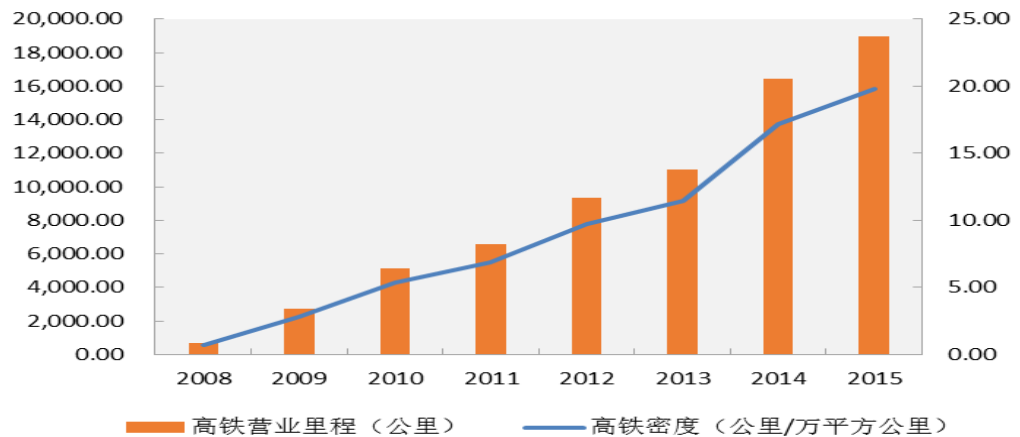
项目		2016年		2015年	
		数值	增长率	数值	增长率
旅客运输	运输量（亿人次）	156.3	-3.5%	161.9	-6.7%
	周转量（亿人公里）	10,294.9	-4.2%	10,742.7	-2.3%
货物运输	运输量（亿吨）	336.3	6.8%	315.0	1.2%
	周转量（亿吨公里）	61,210.98	5.6%	57,955.7	2.0%

资料来源：2015年国民经济和社会发展统计公报及2016年公路货运客运运输量快报数据，鹏元整理

从整个行业的角度来看，高速公路行业现金流较稳定，有其明显特点和竞争优势，但受政策影响较大，高速公路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，国家产业指导政策和地方政府会有不同程度的调整，特别是收费期限和收费政策的变动，将对高速公路运营企业的经营产生重要影响。

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250-300公里/小时，在运行速度和运行效率方面相对于高速公路具备较强的竞争优势。截至2015年末，我国高铁营业里程为19,838公里，较2014年增长20.55%；高速铁路密度为20.66公里/万平方公里，较2014年增长20.55%，客运量为9.61亿人次，较2014年增长36.60%。根据中国铁路总公司工作会议数据，沪昆高铁、渝万高铁等高铁线路全线运营，截至2016年末高铁营业里程已超2.2万公里。我国高铁营业里程、密度的持续增长将对高速公路运输产生一定分流影响。

图5 近年全国高铁里程及密度增长情况



资料来源：wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生重大变更，依然以公路、桥梁、隧道和市政交通工程等公共交通基础设施工程施工为主营业务，同时从事房地产、建材销售和融资租赁等业务。由于公司新承接路桥工程订单金额增长较快，2016年公司实现主营业务收入65.02亿元，同比增长27.81%；其中路桥工程收入57.59亿元，同比增长24.17%，是公司最主要的收入来源。从毛利率来看，由于钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致工程施工成本增加，且受营改增政策影响，路桥工程毛利率有所下滑，2016年公司主营业务毛利率为9.35%，同比下降1.66个百分点。

表3 2015-2016年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年			2015年		
	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比
路桥工程收入	575,895.77	7.85%	88.57%	463,814.15	9.86%	91.17%
劳务分包收入	24,927.88	4.45%	3.83%	10,874.00	6.94%	2.14%
房地产销售	16,246.42	44.61%	2.50%	-	-	-
商品销售收入	11,800.69	11.24%	1.81%	3,046.84	10.43%	0.60%
租赁收入	11,104.43	34.65%	1.71%	7,714.87	28.15%	1.52%
产品销售收入	6,053.68	19.68%	0.93%	17,752.59	15.82%	3.49%
利息收入	2,771.07	25.85%	0.43%	4,293.97	90.92%	0.84%
运输收入	576.73	-82.19%	0.09%	434.25	-51.86%	0.09%
试验收入	504.93	53.99%	0.08%	466.12	50.35%	0.09%
让渡资产使用权	353.57	100.00%	0.05%	337.78	100.00%	0.07%
合计	650,235.17	9.35%	100.00%	508,734.58	11.01%	100.00%

资料来源：2016年公司审计报告，鹏元整理

2016年公司路桥工程收入显著增长，且未来收入拥有较好保障；受原材料价格上涨影响，路桥工程毛利率有所下降，受宏观经济和建筑行业增速趋缓影响，未来公司路桥工程业务仍面临一定压力

由于公司新签订单金额增长较快，路桥工程项目收入较上年实现稳定增长，2016年公司路桥工程收入为57.59亿元，同比增长24.17%，占主营业务收入比重为88.57%；其中国内路桥工程收入为49.02亿元，同比增长33.46%，占工程业务收入比重由2015年的79.20%提升至85.13%；2016年公司国外工程收入有所下降，为8.56亿元，同比下降11.22%。

从国内路桥业务情况来看，公司新疆（以下简称“疆内”）和新疆以外省份（以下简称“疆外”）收入规模均较上年保持稳定增长，2016年疆内和疆外工程收入分别为22.04亿元和26.99亿元，同比分别增长35.28%和32.00%，占路桥工程总收入比重分别为38.27%和46.86%，疆外收入规模继续超过疆内收入，公司疆外工程业务市场拓展保持较好态势。从毛利率来看，由于跟踪期内国内钢材和水泥等原材料价格大幅上涨，导致工程施工成本增大，2016年公司国内路桥工程毛利率为9.01%，同比下降3.36个百分点；其中疆内市场毛利率为6.60%，同比下降3.74个百分点；疆外市场毛利率为10.98%，同比下降3.01个百分点，原材料价格上涨给公司带来一定的经营压力。

从国外路桥业务情况来看，2016年公司国外路桥工程收入8.56亿元，占路桥工程总收入比重由2015年的20.80%下降至14.87%，国外路桥工程收入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。2016年公司巴基斯坦片区收入稳定增长，毛利率水平保持稳定；由于塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦部分项目已接近尾声且当地无新承接项目，收入规模呈现不同程度下滑，由于前期人员和机械设备等固定费用计入当前项目，毛利率水较低，其中塔吉克斯

坦片区毛利率为负值；阿富汗片区收入规模和毛利率保持相对稳定；其他片区收入来源于阿尔及利亚和柬埔寨路桥项目，收入规模有所增长，但毛利率依然为负值，系阿尔及利亚项目工程成本支出较高；受上述情况综合影响，2016年公司国外工程毛利率为1.20%，较上年有所提升但仍保持较低水平。需关注的是，由于公司国外工程收入持续下降，且盈利能力较差，受当地政治局势和经济状况影响较大，国外路桥业务存在一定的不确定性。

表4 2015-2016年公司路桥工程收入分区域情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
国内收入：				
疆内收入	220,386.47	6.6%	162,905.89	10.34%
疆外收入	269,861.68	10.98%	204,437.19	13.99%
国内小计	490,248.15	9.01%	367,343.08	12.37%
国外收入：				
巴基斯坦收入	43,957.75	7.12%	40,907.58	6.59%
塔吉克斯坦收入	16,102.43	-10.11%	27,331.96	-1.17%
吉尔吉斯斯坦收入	13,758.03	4.81%	18,911.68	-2.36%
阿富汗收入	7,838.64	5.1%	7,873.69	4.6%
其他片区收入	3,990.77	-38.49%	1,446.15	-139.47%
国外小计	85,647.62	1.20%	96,471.07	0.29%
工程收入合计	575,895.77	7.85%	463,814.16	9.86%

资料来源：公司提供

2016年公司新承接订单114个，数量较上年有所下降，由于新承接项目部分体量较大，2016年新承接订单合同金额合计200.76亿元，较上年大幅增长124.88%。受益于我国高速公路网和铁路网的持续建设以及“一带一路”战略实施，2016年公司疆内、疆外和国外新承接订单金额分别为56.45亿元、121.50亿元和22.82亿元，同比分别增长57.55%、211.88%和57.45%，疆外新承接订单金额继续保持高速增长。从单个订单规模来看，2016年公司新承接订单中一亿元以上订单金额合计191.92亿元，同比增长大幅174.73%，占新承接订单比重由2015年的78.25%提升至95.60%，大额订单占比持续提升；全部订单平均金额为17,610.67万元，同比增长166.30%。2016年公司新签合同金额增长较快，将对公司未来工程收入形成较好保障。

截至2016年末，公司拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包一级；工程设计公路行业甲级；公路路面工程、公路路基工程、桥梁工程、隧道工程专业承包一级；土石方工程专业承包二级等资质，公司可以在上述所拥有的资质范围内，承揽公路各等级工程施工总承包、工程总承包和项目管理业务，在设计领域可从事公路行业甲级设计。但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2017年3月末，公司注册资本5.57亿元、净资产为34.00亿元，规模在行业内依然相对较小，可能无法满足一些特大型工程的投标要求。

表5 2015-2016年公司新承接订单情况（单位：个、万元）

项目	2016年	2015年
新承接订单个数	114	135
其中：疆内	86	98
国内（疆外）	18	24
国外	10	13
一亿元以上项目个数	36	21
新承接订单金额	2,007,616.22	892,762.44
其中：疆内	564,474.35	358,278.60
国内（疆外）	1,214,975.26	389,568.95
国外	228,166.61	144,914.89
一亿元以上项目金额	1,919,238.09	698,582.22

资料来源：公司提供

从在手订单情况来看，截至2016年末公司已开工未完工项目数193个，金额合计214.01亿元；已签约未开工项目数26个，金额合计100.55亿元；公司在手订单规模较大，未来收入有较好保障，但已签约未开工项目金额较大，未来存在一定资金压力。截至2016年末公司已签约前十大工程总承包订单金额合计134.61亿元，主要包括高速公路、铁路和土建工程等项目。

表6 截至2016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）	27	1,349,952	6	892,480
1亿（含）-2.5亿	41	423,539	7	83,956
2,000万（含）-1亿	74	352,185	4	26,601
2,000万以下	51	14,420	9	2,475
合计	193	2,140,096	26	1,005,512

资料来源：公司提供

表7 截至2016年末公司已签约前十大工程总承包订单（单位：万元）

项目名称	金额	项目类型	计划施工时间
重庆渝北至长寿高速公路(渝长高速公路扩能改造工程)	545,500	施工总承包	2016.08-2019.08
楚雄至大理高速公路改扩建工程勘察试验段土建工程施工招标第4标段	140,742	施工总承包	2016.06-2020.03
新建格尔木至库尔勒铁路新疆段站前工程 S2 标	136,444	施工总承包	2016.01-2021.01
新建蒙西至华中地区铁路煤运通道土建工程 MHTJ-2	125,204	施工总承包	2015.08-2020.03
禹亳铁路二期工程一段（许昌至禹州地方铁路）	88,168	施工总承包	2014.05-2017.10
连霍高速公路（G30）新疆境内乌鲁木齐至奎屯段改扩建工程 WKGJ-7 标段	69,728	施工总承包	2016.11-2020.08
巴基斯坦 M4 高速公路III B 标项目	68,187	施工总承包	2016.01-2018.01
G341 线白银至中川至永登公路一期工程（中川至永登段）施工总承包工程	59,693	施工总承包	2015.12-2017.12
连霍高速（G30）新疆境内小草湖至乌鲁木齐段改扩建工程第六合同段	59,279	施工总承包	2016.11-2020.08
巴基斯坦 M-4 高速公路戈杰拉-绍尔果德段 ICB-M4-IIA	53,158	施工总承包	2016.01-2018.01

合计	1,346,103	-	-
----	-----------	---	---

资料来源：公司提供

总体来看，2016年公司路桥工程收入稳定增长，新签订单和在手订单规模增长较快，未来工程收入拥有较好保障；受原材料价格上涨影响，路桥工程业务毛利率有所下滑，由于宏观经济和建筑行业增速趋缓，未来公司路桥工程业务仍面临一定压力。

跟踪期内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”）工程进度稳步推进，并获得较大规模银团借款，保证了项目建设资金需求，但公司未来面临较大债务压力；公司筹划非公开发行股票募集资金用于顺邵高速公路项目，尚未正式实施

公司路桥工程业务模式分为单一型工程总承包模式和投融资建造模式，单一工程承包模式即公司以其拥有的工程承包资质，向业主提供施工总承包服务或工程专业承包服务；投融资建造模式即公司利用自身投融资能力，将施工经营与资本经营相结合，采用BOT（建造-运营-转让）和PPP（政府和社会资本合作）等模式，向业主提供项目投融资服务和工程总承包服务。投融资建造模式利润水平相对较高，系公司自身投资、施工和运营项目，能更加合理安排和使用资金，并能有效控制工程进度和减少资金占用。截至2016年末，公司投融资建造模式项目主要为顺邵高速公路项目。

公司于2015年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”）投资顺邵高速公路项目，共同组建福建顺邵高速公路发展有限公司（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。福建省南平市人民政府授予顺邵高速公司独占的、具有排他性的特许经营权，特许经营期包括建设期3年、试运营期3年、收费期23年。

顺邵高速公路项目估算总投资60.62亿元，项目资本金为21.22亿元，由公司、兵团建工和南平高速按各自持股比例出资，并根据项目建设进度分期到位，截至2016年末公司已出资4.36亿元。2016年4月，顺邵高速公司与公司就该项目签订施工总承包协议，项目施工总承包价为39.96亿元，合同周期为3年，预计将对公司未来经营业绩产生积极影响，截至2016年末该项目累计总投资11.13亿元。2016年6月，顺邵高速公司以公路收费权及其项下全部收益提供质押担保，获得国家开发银行股份有限公司、中国进出口银行、中国工商银行股份有限公司福建省分行、中国农业银行股份有限公司福建省分行合计35.00亿元银团贷款，同时南平高速和兵团建工按40%、60%比例为银团贷款提供连带责任保证担保，有效缓解了顺邵高速公司资金压力，保证了顺邵高速公路项目建设资金需求。

2016年6月，公司第五届董事会第十一次会议审议通过2016年度非公开发行股票预案，拟向兵团建工在内不超过十名特定对象非公开发行股票数量不超过5,000万股，募集资金总额不超过3.50亿元，其中2.50亿元用于对顺邵高速公司增资，1.00亿元用于补充公司流动资金。若

本次非公开发行股票方案顺利实施，有利于进一步推动顺邵高速公路项目实施，提高公司净资产规模和资本实力，由于部分募集资金将用于补充流动资金，能在一定程度上缓解现金流压力。截至2017年4月末，公司本次非公开发行股票事宜已经中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核通过，尚未收到书面核准文件，并尚需获得新疆生产建设兵团国有资产管理委员会的批复和公司股东大会的批准。

总的来看，顺邵高速公路项目工程进度稳步推进，待项目完工运营后，有利于提升公司竞争实力，实现主业转型升级。但该项目银团贷款融资规模较大，未来面临较大债务压力，且非公开发行股票预案尚未正式实施，同时公司投融资建造业务管理经验相对不足，高速公路项目未来收益存在一定不确定性。

其他主营业务收入整体规模增长较快，对公司收入和利润的补充作用有所提高

除路桥工程业务外，公司还经营劳务分包、房地产销售、建材销售、融资租赁等业务，2016年公司其他主营业务收入合计7.43亿元，同比增长65.49%，占主营业务收入比重由上年的8.83%提升至11.43%，其他主营业务整体收入规模增长较快，对公司收入和利润的补充作用有所提高。

2016年公司新增房地产业务收入1.62亿元，系公司子公司新疆北新蕴丰房地产开发有限公司开发建设的新疆北新集团大厦项目销售收入，由于该项目为商业地产，销售业态为写字间和商铺，房地产业务毛利率为44.61%，毛利率水平较高。新疆北新集团大厦项目总投资5.10亿元，截至2016年末已投资5.07亿元，已售面积1.34万平方米，已确认销售收入1.62亿元。除上述房产项目外，公司子公司重庆蕴丰建设工程有限责任公司正在开发建设北新·御龙湾一期项目，项目总投资5.52亿元，累计已投入3.85亿元，截至2016年末已预售7.79万平方米，取得预售款项2.43亿元。公司在建房地产项目投资规模增长较快，未来可形成一定规模房地产销售收入，但受当地房地产市场和国家政策影响，未来房地产业务可能面临一定不确定性。

表 8 截至 2016 年末公司在建和在售房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	物业类型	建筑面积	可售面积	已售面积	总投资	已投资	已确认收入	施工周期
新疆北新集团大厦	商业	9.65	9.04	1.34	5.10	5.07	1.62	2014.07-2016.12
北新·御龙湾一期	商业、住宅	18.88	17.47	7.79	5.52	3.85	0.00	2015.09-2020.09
合计	-	28.53	26.51	9.13	10.62	8.92	1.62	-

资料来源：公司提供

2016年公司劳务分包收入为2.49亿元，同比增长129.24%，系公司收购新疆天诚恒源劳务有限公司扩大了劳务分包业务规模，但毛利率有所下降且保持较低水平。2016年公司建材等商品销售规模扩大，商品销售收入为1.18亿元，同比增长287.31%；但碎石和商品砼等产品销售规模下降幅度较大，产品销售收入为0.61亿元，同比下降65.90%。

公司融资租赁业务主要由子公司新疆鼎源融资租赁有限公司经营，由于机械设备租赁业务

规模扩大，2016年公司租赁收入为1.11亿元，同比增长43.94%，截至2016年末公司长期应收款中应收融资租赁款余额为10.93亿元。公司融资租赁业务主要面向资源开采、石油化工和交通运输行业客户开展机械设备租赁业务，业务品种包括直接租赁、转租赁、出售回租、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等；在风险控制方面，客户均提供抵押、质押和保证等担保方式全额覆盖项目资金敞口，风险相对可控。

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，2016年利息收入为0.61亿元，同比下降35.47%；由于部分BT项目已进入回购后期，建设资本金逐年递减，故利息收入毛利率下降幅度较大。物资运输、检测试验和典当业务规模较小，对公司收入和利润贡献有限。

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2015-2016年度审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年，公司新纳入合并范围的子公司6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

公司资产规模保持稳定增长，但整体资产流动性一般

跟踪期内随着工程业务规模扩大，公司资产规模保持稳定增长，2016年末公司资产总额为153.71亿元，同比增长20.95%，流动资产占总资产比重为64.94%，资产结构依然以流动资产为主；2017年3月末公司资产总额为158.08亿元，流动资产占总资产比重为65.87%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2016年末公司货币资金为22.37亿元，其中受限资金为0.59亿元，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等。2017年3月末公司货币资金增长至28.41亿元。

随着公司业务规模扩大，2016年末应收账款账面价值为24.99亿元，同比增长32.41%，主要为应收客户工程款和工程项目保证金。应收账款前五单位欠款金额合计占比34.59%，包括earthquake reconstruction RE habilitation Authority（巴基斯坦交通管理局）、新疆北屯第一建筑安装工程有限责任公司、兰州新区城市发展投资有限公司、中信国华国际工程承包有限责任公司和新疆维吾尔自治区交通建设管理局。按组合计提坏账准备的应收账款组合中，工程质保金

和1年以内应收账款占比合计为83.10%，账龄相对较短。由于公司应收账款对象为各地区的城市建设管理单位和国内大型企业，发生坏账的风险相对较小，但仍存在一定回收风险，且对公司资金造成一定的占用。2016年末公司应收账款累计计提坏账准备2.40亿元，其中本期计提坏账准备0.63亿元。

公司其他应收款主要是履约保证金、投标保证金、代垫款及押金和往来款等，2016年末其他应收款账面价值为10.32亿元，规模较上年略有下降负债和所有者权益合计。其他应收款中前五名单位欠款金额合计占比34.18%，包括四川巴万高速公路有限公司、新疆维吾尔自治区交通建设管理局、兵团建工、蚌埠市国道一零四一级公路开发有限公司和兰州新区城市发展投资有限公司。公司主要应收对象主要为各地区城市建设管理单位、国内大型企业和控股股东，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不确定性，影响公司资金使用效率。2016年末公司其他应收款累计计提坏账准备1.54亿元，本期计提坏账准备0.36亿元，其中公司对巴万高速公路、中新房投资有限公司（中新房集团子公司）定金款项（分别为1.70亿元、0.30亿元）按5%比例单独计提坏账准备0.10亿元，公司认为定金回款不存在风险，但与对方有关定金罚则存在争议，该定金合同纠纷案件已被法院立案受理，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定。

2016年末公司存货账面价值为38.77亿元，同比增长37.63%，主要包括建造合同形成的已完工未结算资产、开发成本和开发产品。由于工程施工进度原因，部分工程尚未达到结算条件，存货中已完工未结算资产为18.90亿元，规模较大，2016年末已完工未结算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标段和塔吉克杜尚别-乌兹别克斯坦边境公路改造工程项目等工程。随着房地产业务不断推进，2016年公司开发成本和开发产品大幅增长，分别为13.21亿元和5.07亿元，开发成本系子公司重庆蕴丰工程建设有限公司在重庆合川区通过招拍挂取得的土地使用权和正在开发的北新·御龙湾一期项目，开发产品主要为子公司新疆北新蕴丰房地产开发有限公司开发的新疆北新集团大厦项目。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	284,078.26	17.97%	223,654.87	14.55%	252,862.35	19.90%
应收账款	248,930.24	15.75%	249,925.81	16.26%	188,755.74	14.85%
其他应收款	117,576.16	7.44%	103,166.66	6.71%	112,780.45	8.87%
存货	347,996.88	22.01%	387,698.82	25.22%	281,704.61	22.17%
流动资产合计	1,041,233.01	65.87%	998,147.31	64.94%	873,935.72	68.77%
长期应收款	218,217.97	13.80%	247,298.39	16.09%	245,004.96	19.28%
长期股权投资	67,324.73	4.26%	67,324.73	4.38%	42,576.60	3.35%

固定资产	49,742.41	3.15%	50,664.03	3.30%	51,410.46	4.05%
在建工程	146,365.47	9.26%	114,530.13	7.45%	22,189.22	1.75%
非流动资产合计	539,533.77	34.13%	538,935.00	35.06%	396,869.57	31.23%
资产总计	1,580,766.79	100.00%	1,537,082.31	100.00%	1,270,805.29	100.00%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 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项目投资款和融资租赁款，2016年末长期应收款为24.73亿元，规模较上年略有增长，其中应收BT项目投资款13.80亿元，同比下降15.46%；应收融资租赁款10.93亿元，同比增长33.68%，由于融资租赁业务主要为建材租赁，客户均提供较高比例的保证金和抵押物，回收风险相对较小。2016年末公司长期股权投资为6.73亿元，同比增长58.13%，系由于被投资公司河南禹亳铁路发展有限公司（以下简称“河南禹亳”）引进新股东增资导致净资产发生变动；长期股权投资共确认投资收益149.63万元，收益水平较低。2016年末公司固定资产为5.07亿元，主要是机器设备、运输设备、房屋及建筑物等，规模较上年基本保持持平，其中账面价值0.50亿元的房屋尚未办妥产权证书。随着顺邵高速公路项目不断推进，2016年末公司在建工程为11.45亿元，较上年大幅增长416.15%，截至2016年末顺邵高速公路项目已投资11.13亿元。

总体来看，随着公司业务规模扩大，资产规模保持稳定增长，但2016年末应收账款和其他应收款占资产比重为22.97%，应收款项规模较大且存在一定回收风险；存货、长期应收款和在建工程占资产比重达48.76%，公司沉淀资金较多，影响资金使用效率，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提升，运营压力有所减轻

由于2016年公司营业收入增长较快，且应收账款回款速度有所提升，应收账款周转天数较上年下降9.02天；公司房地产项目新增投资规模较大导致存货增长较快，由于部分项目尚未结转收入，存货周转天数较上年增加4.22天；受工程项目结算和付款时间影响，2016年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17.31天；受上述因素影响，公司净营业周期为123.76天，同比减少22.11天，资产运营效率有所提升。跟踪期内公司流动资产、固定资产和总资产均保持增长，而同期营业收入增长较快，因此流动资产、非流动资产和总资产周转天数均有所下降，运营压力有所减轻。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	121.50	130.52
存货周转天数	203.98	199.76
应付账款周转天数	201.72	184.40

净营业周期	123.76	145.88
流动资产周转天数	516.04	534.89
非流动资产资产周转天数	257.96	265.08
总资产周转天数	774.00	799.98

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：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，主营业务扭亏为盈，盈利能力有所提升

跟踪期内公司新承接路桥工程订单金额增长较快，2016年共实现营业总收入65.30亿元，同比增长27.59%；由于钢材和水泥等原材料价格上涨，且受营改增政策影响，路桥工程业务毛利率有所下降，2016年公司综合毛利率为9.54%，同比下降1.55个百分点，处于较低水平。

2016年公司财务费用和管理费用同比分别增长3.54%和9.57%，增速均低于营业收入增速，公司期间费用管控能力较好，2016年期间费用率为6.54%，较上年下降1.17个百分点，由于BT项目规模较大，其代垫资金的利息支出由业主承担，在一定程度上降低了财务支出压力。2016年公司投资收益为0.13亿元，主要为理财产品收益，收益规模较上年下降幅度较大，系公司2015年处置子公司股权使得上年投资收益基数较大。2016年公司营业外收入同比下降25.14%，系政府补助较上年有所下降。由于营业收入增长较快，且加大期间费用管控，降低管理费用和财务费用支出占比，2016年公司营业利润为0.45亿元，实现扭亏为盈，利润总额为0.57亿元，同比增长170.71%，总资产回报率和净资产收益率均较2015年有所提高，公司盈利能力有所提升。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业总收入	84,622.20	652,995.63	511,808.87
投资收益	71.58	1,292.88	3,266.22
营业利润	345.24	4,453.41	-90.10
营业外收入	652.63	2,331.86	3,115.03
利润总额	877.57	5,661.35	2,091.33
综合毛利率	12.57%	9.54%	11.09%
期间费用率	11.64%	6.54%	7.71%
总资产回报率	-	1.44%	1.34%
净资产收益率	-	1.15%	0.46%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金好转，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增长较快，2016年FFO（经营所得现金）为4.07亿元，同比增长37.64%；由于应收款项计提坏账准备规模较大，2016年非付现费用为2.64亿元，同比增长37.46%。2016年公司工程业务规模扩大，受工程项目结算和付款时间影响，应付账款规模大幅增长，经营性应付项目增加规模较大，公司营运资本占用资金规模有所下降。2016年公司经营活动产生的现金净流入1.76亿元，系由于营业收入增长较快导致收到工程款较上年有所增加，同时单位间往来款回收规模增加，经营活动现金流由上年的净流出转为净流入。2016年公司收现比为0.84，收入质量保持相对较好水平。

公司投资活动现金流主要是对顺邵高速公路项目的投入以及BT项目资金投入与收回，由于公司加大对顺邵高速公路项目的投入，投资活动现金流依然表现为较大规模的净流出，2016年公司投资活动产生的现金净流出额为3.89亿元。公司筹资活动现金流主要是银行借款的取得和本息偿付，2016年公司筹资活动产生的现金净流出0.31亿元，由上年的大幅净流入转为净流出。由于公司路桥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不断扩大，公司仍面临较大的资金压力。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
净利润	3,090.62	907.38
非付现费用	26,390.21	19,198.05
非经营损失	11,212.21	9,458.41
FFO	40,693.04	29,563.84
营运资本变化	-24,994.30	-35,694.44
其中：存货减少（减：增加）	-105,994.21	-60,423.85
经营性应收项目的减少（减：增加）	-89,500.03	-54,867.18
经营性应付项目的增加（减：减少）	170,499.94	79,596.59
经营活动产生的现金流量净额	17,588.32	-4,802.10
投资活动产生的现金流量净额	-38,895.06	-39,737.61
筹资活动产生的现金流量净额	-3,108.81	171,514.68
现金及现金等价物净增加额	-24,488.43	127,564.56
收现比	0.84	0.86

资料来源：2015-2016年公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模进一步攀升，仍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，2016年末公司负债总额为125.55亿元，同比增长23.64%。由于被投资公司河南禹亳引进新股东增资导致净资产发生

变动，2016年末公司所有者权益为28.15亿元，同比增长10.25%；2017年3月末，公司所有者权益为34.00亿元，较2016年末增长20.77%，系由于公司控股股东兵团建工以5.00亿元现金方式对公司控股子公司新疆鼎源融资租赁股份有限公司进行增资。2017年3月末，公司负债与所有者权益比率由2016年末的445.95%下降至364.91%，所有者权益对负债的保障程度有所提升，但保障程度依然较弱。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	1,240,752.33	1,255,540.13	1,015,440.31
所有者权益	340,014.46	281,542.18	255,364.98
负债与所有者权益比率	364.91%	445.95%	397.64%

资料来源：2015-2016年公司审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

从债务结构来看，2016年末公司流动负债占总负债比重为66.22%，同比下降2.28个百分点；2017年3月末流动负债占总负债比重小幅下降至64.70%，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构成。由于公司新承接工程中标金额较大且周期较长，公司降低短期借款规模，2016年末短期借款为5.96亿元，同比下降64.89%，其中保证借款5.68亿元、信用借款0.28亿元。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，2016年末应付账款为37.38亿元，受工程项目结算和付款时间影响，同比增长43.93%，2017年3月末应付账款下降至29.05亿元。公司预收款项主要为动员预付款和北新·御龙湾一期项目的预售房款，动员预付款是业主根据工程合同给付并依据工程进度作为结算款逐期冲减，由于工程业务规模扩大和北新·御龙湾一期房产销售推进，2016年末公司预收款项为11.91亿元，同比增长71.77%。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，2016年末其他应付款为12.67亿元，均不需要支付利息。2016年末公司一年内到期的非流动负债为10.87亿元，全部为一年内到期的长期借款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	77,592.22	6.25%	59,592.22	4.75%	169,740.00	16.72%
应付账款	290,493.40	23.41%	373,784.30	29.77%	259,691.11	25.57%
预收款项	126,356.66	10.18%	119,143.61	9.49%	69,363.54	6.83%
其他应付款	126,881.00	10.23%	126,724.37	10.09%	97,321.40	9.58%
一年内到期的非流动负债	138,791.31	11.19%	108,702.47	8.66%	64,239.30	6.33%
流动负债合计	802,804.19	64.70%	831,381.83	66.22%	695,551.74	68.50%
长期借款	365,465.68	29.46%	351,614.00	28.00%	249,962.30	24.62%

应付债券	47,648.58	3.84%	47,648.58	3.80%	47,594.00	4.69%
长期应付款	23,828.77	1.92%	23,857.74	1.90%	21,938.80	2.16%
非流动负债合计	437,948.13	35.30%	424,158.31	33.78%	319,888.57	31.50%
负债合计	1,240,752.33	100.00%	1,255,540.13	100.00%	1,015,440.31	100.00%
有息负债	647,704.77	52.20%	584,472.90	46.55%	543,107.45	53.48%

资料来源：2015-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 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构成。由于公司新承接工程中标金额较大且周期较长，公司增加长期借款规模，2016年末长期借款为35.16亿元，同比增长40.67%，包括保证借款13.31亿元、信用借款21.47亿元和质押借款0.38亿元。2016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，由于融资租赁业务规模扩大，2016年末长期应付款为2.39亿元，同比增长8.75%。

公司有息债务规模较大且增长较快，2016年末有息债务为58.45亿元，同比增长7.62%；2017年3月末有息债务增长至64.77亿元，占债务总额比重为52.20%。从偿债指标来看，2016年末公司资产负债率为81.68%，同比提高1.77个百分点，2017年3月末资产负债率为78.49%，负债水平依然较高；由于流动负债增长相对较快，公司流动比率和速动比率均较上年有所下降。由于利润规模上升，2016年公司EBITDA为3.61亿元，同比增长25.20%，EBITDA利息保障倍数由2015年的2.05提升至2.31，有息债务/EBITDA倍数下降至16.18。整体来看，公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大的偿债压力。

表15 公司偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	78.49%	81.68%	79.91%
流动比率	1.30	1.20	1.26
速动比率	0.86	0.73	0.85
EBITDA（万元）	-	36,123.19	28,851.53
EBITDA 利息保障倍数	-	2.31	2.05
有息债务/EBITDA	-	16.18	18.82

资料来源：2015-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 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，兵团建工的注册资本、实际控制人、经营范围等均未发生重大变化，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。2016年兵团建工实现主营业务收入249.73亿元，同比增长17.61%。从主要收入结构来看，基建建设收入为156.62亿元，较上年增长39.30%；房建工程收入为34.75亿元，较上年下降29.58%；水利和水电工程收入为30.51亿元，较上年增长7.39%。2016年兵团建工主营业务毛利率为7.86%，同比下降0.26个百分点，较上年略有下滑。

表16 兵团建工主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年			2015年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
基建建设	1,566,180.97	8.15%	62.72%	1,124,319.09	8.46%	52.95%
房建工程	347,485.50	5.24%	13.91%	493,474.75	6.33%	23.24%
水利、水电工程	305,088.23	8.20%	12.22%	284,081.30	9.21%	13.38%
铁路工程	114,164.97	3.50%	4.57%	42,093.46	8.80%	1.98%
公路、桥工程	90,113.24	0.54%	3.61%	69,039.20	8.41%	3.25%
房地产	64,436.46	29.56%	2.58%	50,463.10	15.96%	2.38%
其他工程	9,783.19	19.51%	0.39%	59,941.96	4.06%	2.82%
合计	2,497,252.55	7.86%	100.00%	2,123,412.86	8.13%	100.00%

资料来源：兵团建工 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，兵团建工资产总额为286.78亿元，归属于母公司的所有者权益为50.54亿元，资产负债率为74.73%；2016年度，兵团建工实现营业收入269.43亿元，利润总额7.50亿元，经营活动产生的现金流量净额1.30亿元。

表17 兵团建工主要财务指标

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	2,867,770.76	2,420,527.51	1,885,158.86
归属于母公司所有者权益（万元）	505,438.39	405,159.48	339,000.96
所有者权益（万元）	724,552.91	619,175.98	455,978.53
有息债务（万元）	1,366,594.86	934,390.77	785,680.15
资产负债率	74.73%	74.42%	75.81%
流动比率	1.51	1.31	1.32
速动比率	0.98	0.98	1.01
营业收入（万元）	2,694,347.98	2,313,168.03	2,345,739.18
营业利润（万元）	71,027.02	55,618.17	49,599.12
利润总额（万元）	75,011.45	60,308.05	57,183.24
综合毛利率	8.13%	9.03%	9.62%
总资产回报率	4.88%	4.86%	6.56%
EBITDA（万元）	170,107.35	147,106.22	138,188.92
EBITDA 利息保障倍数	3.09	3.25	2.74

经营活动产生的现金流量净额（万元）	13,016.24	63,622.67	125,972.05
-------------------	-----------	-----------	------------

资料来源：兵团建工 2014-2016 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保障，但兵团建工作为公司控股股东，与公司业务同质性较强，存在一定的系统风险。

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

公司诉中新房集团、巴万高速公司定金合同纠纷案件，已于 2016 年 12 月 27 日获北京市高级人民法院立案受理，由于中新房集团及巴万高速公司原因未能依据《四川巴万高速公路建设工程项目合作协议书》履行其义务，损害了公司的合法权益，公司请求法院判令中新房集团履行定金担保责任，双倍返还公司定金共计人民币 40,000 万元；判令中新房集团以 20,000 万元定金本金为基数，按照其从收取到执行兑付之日的实际占用期间和中国人民银行同期商业银行贷款利率向公司支付资金占用利息（截止起诉日，资金占用利息为人民币 3,744.5 万元）；判令巴万高速公司对中新房集团上述两项支付义务承担连带清偿责任。

公司已对该笔定金本金 2.00 亿元按 5% 比例计提坏账准备 0.10 亿元，该定金合同纠纷案件已被北京市高级人民法院受理，截至 2017 年 4 月末该案尚未开庭审理，被告最终给付赔偿金额暂时无法判断，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司利润影响具有不确定性。

八、评级结论

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，主营业务扭亏为盈，且新承接订单增长较快，在手订单规模较大，未来收入拥有较好保障。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，受交通运输行业固定资产投资增速放缓和原材料价格上涨影响，公司面临一定运营压力。公司国外路桥工程收入下降且毛利率水平较低，国外业务存在一定不确定性。公司应收款项规模较大且存在一定回收风险，存货、长期应收款和在建工程占资产总额比重较高，沉淀资金较多，影响资金使用效率，整体资产流动性一般。公司有息债务规模进一步攀升，仍存在较大偿债压力。公司诉中新房集团和巴万高速公司定金合同纠纷案件尚未开庭审理，该笔定金存在一定回收风险且回收时间不确定，对公司未来利润影响具有不确定性。

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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	284,078.26	223,654.87	252,862.35	111,458.27
应收票据	1,700.41	894.00	1,187.54	3,309.48
应收账款	248,930.24	249,925.81	188,755.74	177,863.29
预付款项	30,045.32	22,077.02	16,891.07	16,944.82
应收利息	353.33	313.33	324.64	0.00
其他应收款	117,576.16	103,166.66	112,780.45	112,547.39
存货	347,996.88	387,698.82	281,704.61	223,301.22
其他流动资产	10,552.41	10,416.79	19,429.30	1,546.59
流动资产合计	1,041,233.01	998,147.31	873,935.72	646,971.06
发放贷款及垫款	2,900.88	3,279.03	3,255.05	3,040.45
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	31,967.82	33,467.33	11,703.93	16,764.36
长期应收款	218,217.97	247,298.39	245,004.96	195,451.67
长期股权投资	67,324.73	67,324.73	42,576.60	41,136.57
固定资产	49,742.41	50,664.03	51,410.46	68,152.90
在建工程	146,365.47	114,530.13	22,189.22	12,926.87
固定资产清理	22.97	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,440.51	3,459.71	2,279.55	4,642.46
商誉	1,025.62	1,025.62	1,025.62	1,326.71
长期待摊费用	6,142.71	5,513.35	7,010.91	3,790.01
递延所得税资产	7,746.21	7,746.21	5,786.79	5,009.98
其他非流动资产	10.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	539,533.77	538,935.00	396,869.57	356,868.45
资产总计	1,580,766.79	1,537,082.31	1,270,805.29	1,003,839.52
短期借款	77,592.22	59,592.22	169,740.00	83,415.64
应付票据	18,206.98	16,915.63	11,571.85	7,065.72
应付账款	290,493.40	373,784.30	259,691.11	187,845.98
预收款项	126,356.66	119,143.61	69,363.54	88,660.46
应付职工薪酬	6,738.53	6,529.32	5,140.32	3,719.81
应交税费	7,644.15	8,420.47	16,645.53	13,526.46
应付利息	546.58	1,219.70	1,503.61	1,500.24
应付股利	335.08	335.08	335.08	279.84
其他应付款	126,881.00	126,724.37	97,321.40	85,670.44
一年内到期的非流动负债	138,791.31	108,702.47	64,239.30	132,575.00
其他流动负债	9,218.29	10,014.66	0.00	0.00
流动负债合计	802,804.19	831,381.83	695,551.74	604,259.60
长期借款	365,465.68	351,614.00	249,962.30	186,516.25
应付债券	47,648.58	47,648.58	47,594.00	47,444.18
长期应付款	23,828.77	23,857.74	21,938.80	26,351.23
递延收益-非流动负债	1,005.10	1,037.99	393.48	2,012.31

非流动负债合计	437,948.13	424,158.31	319,888.57	262,323.97
负债合计	1,240,752.33	1,255,540.13	1,015,440.31	866,583.57
实收资本	55,732.72	55,732.72	55,732.72	55,732.72
资本公积金	86,201.44	74,364.25	50,054.09	33,442.85
其它综合收益	-1,365.64	-1,859.78	-193.82	1,028.10
专项储备	5,573.46	5,357.44	4,112.39	2,728.39
盈余公积金	3,681.49	3,681.49	3,481.77	3,481.77
未分配利润	39,443.37	38,978.95	35,163.45	31,798.65
归属于母公司所有者权益合计	189,266.84	176,255.07	148,350.60	128,212.48
少数股东权益	150,747.62	105,287.12	107,014.38	9,043.47
所有者权益合计	340,014.46	281,542.18	255,364.98	137,255.95
负债和所有者权益合计	1,580,766.79	1,537,082.31	1,270,805.29	1,003,839.52

资料来源：2014-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业总收入	84,622.20	652,995.63	511,808.87	581,793.00
营业收入	84,545.38	652,642.06	511,471.09	580,779.56
手续费及佣金收入	76.82	353.57	337.78	1,013.44
营业总成本	84,348.54	649,835.10	515,165.20	582,907.24
营业成本	73,983.37	590,700.96	455,041.83	516,438.06
营业税金及附加	1,352.96	5,867.46	15,107.90	15,330.79
销售费用	496.59	2,893.62	2,559.93	2,011.18
管理费用	6,501.27	29,427.36	26,858.18	26,216.64
财务费用	2,854.98	10,397.99	10,042.72	17,468.29
资产减值损失	-840.63	10,547.71	5,554.63	5,442.28
其他经营收益	71.58	1,292.88	3,266.22	219.11
投资净收益	71.58	1,292.88	3,266.22	219.11
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		149.64	341.33	
营业利润	345.24	4,453.41	-90.10	-895.13
加：营业外收入	652.63	2,331.86	3,115.03	4,495.83
减：营业外支出	120.30	1,123.91	933.59	844.99
其中：非流动资产处置净损失		58.63	457.19	127.70
利润总额	877.57	5,661.35	2,091.33	2,755.71
减：所得税	363.87	2,570.73	1,183.95	1,673.74
净利润	513.70	3,090.62	907.38	1,081.97
减：少数股东损益	49.28	-924.60	-2,457.42	-1,924.77
归属于母公司所有者的净利润	464.42	4,015.22	3,364.79	3,006.74

资料来源：2014-2016年公司审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	119,355.25	551,405.47	441,976.51	521,138.49
收到的税费返还	39.05	140.40	259.66	503.64
收到其他与经营活动有关的现金	11,742.94	68,850.59	45,404.48	64,430.66
收取利息、手续费及佣金的现金	76.82	376.61	326.70	1,005.06
经营活动现金流入小计	131,214.06	620,773.07	487,967.34	587,077.84
购买商品、接受劳务支付的现金	121,999.96	498,034.42	413,308.61	454,145.00
支付给职工以及为职工支付的现金	7,628.85	37,595.50	31,189.21	30,177.20
支付的各项税费	4,135.49	32,333.23	17,361.13	17,135.25
支付其他与经营活动有关的现金	24,173.13	35,221.60	30,910.50	53,511.36
经营活动现金流出小计	157,937.44	603,184.75	492,769.45	554,968.81
经营活动产生的现金流量净额	-26,723.38	17,588.32	-4,802.10	32,109.03
收回投资收到的现金	1,499.50	2,000.00	0.00	666.62
取得投资收益收到的现金	0.00	289.02	564.30	171.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	194.76	644.02	407.05	938.18
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	8,018.85	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	8,883.66	58,091.97	28,751.72	17,065.54
投资活动现金流入小计	10,577.93	61,025.01	37,741.92	18,841.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	33,921.71	89,943.51	28,896.13	19,437.33
投资支付的现金	4,379.44	928.10	20,073.04	3,086.57
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	9,048.46	28,510.36	50,656.90
投资活动现金流出小计	38,301.14	99,920.07	77,479.53	73,180.80
投资活动产生的现金流量净额	-27,723.21	-38,895.06	-39,737.61	-54,339.32
吸收投资收到的现金	57,257.50	459.55	116,666.60	490.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	114,583.00	490.00
取得借款收到的现金	82,300.00	349,487.93	515,727.06	240,858.04
收到其他与筹资活动有关的现金	551.80	6,031.09	6,932.10	2,825.01
筹资活动现金流入小计	140,109.30	355,978.57	639,325.75	244,173.05
偿还债务支付的现金	20,359.48	313,520.84	431,942.35	170,539.54
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,560.09	33,738.38	33,554.92	26,612.97
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	83.50	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	28.96	11,828.16	2,313.81	237.69
筹资活动现金流出小计	24,948.53	359,087.38	467,811.08	197,390.20
筹资活动产生的现金流量净额	115,160.77	-3,108.81	171,514.68	46,782.85
汇率变动对现金的影响	261.00	-72.87	589.59	-193.24
现金及现金等价物净增加额	60,975.18	-24,488.43	127,564.56	24,359.32
期初现金及现金等价物余额	212,554.44	237,042.86	109,478.31	85,118.98
期末现金及现金等价物余额	273,529.62	212,554.44	237,042.86	109,478.31

资料来源：2014-2016年公司审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	3,090.62	907.38	1,081.97
加：资产减值准备	10,547.71	5,554.63	5,442.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,426.57	10,480.30	12,505.75
无形资产摊销	242.70	317.15	270.89
长期待摊费用摊销	5,173.23	2,845.97	3,908.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-154.83	384.66	-785.90
财务费用	14,619.34	13,116.78	20,997.00
投资损失	-1,292.88	-3,266.22	-219.11
递延所得税资产减少	-1,959.42	-776.81	-1,157.53
存货的减少	-105,994.21	-60,423.85	-52,614.40
经营性应收项目的减少	-89,500.03	-54,867.18	-62,770.39
经营性应付项目的增加	170,499.94	79,596.59	104,575.48
其他	1,889.56	1,328.51	874.79
间接法-经营活动产生的现金流量净额	17,588.32	-4,802.10	32,109.03
现金的期末余额	212,554.44	237,042.86	109,478.31
减：现金的期初余额	237,042.86	109,478.31	85,118.98
现金及现金等价物净增加额	-24,488.43	127,564.56	24,359.32

资料来源：2014-2016年公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数	-	121.50	130.52	99.2
存货周转天数	-	203.98	199.76	137.31
应付账款周转天数	-	201.72	184.4	112.81
净营业周期	-	123.76	145.88	123.7
流动资产周转天数	-	516.04	534.89	361.66
非流动资产周转天数	-	257.96	265.08	213.14
总资产周转天数	-	774.00	799.98	574.79
综合毛利率	12.57%	9.54%	11.09%	11.23%
期间费用率	11.64%	6.54%	7.72%	7.87%
总资产回报率	-	1.15%	1.34%	2.56%
负债与所有者权益比率	364.91%	445.95%	397.64%	631.36%
资产负债率	78.49%	81.68%	79.91%	86.33%
流动比率	1.30	1.20	1.26	1.07
速动比率	0.86	0.73	0.85	0.7
EBITDA (万元)	-	36,123.19	28,851.53	40,437.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.31	2.05	1.89
有息债务 (万元)	647,704.77	584,472.90	543,107.45	457,016.79
有息债务/EBITDA	-	16.18	18.82	11.3

资料来源：2014-2016 年公司审计报告和未经审计的 2017 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	应收账款周转天数	$180 * (\text{期初应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款} + \text{期末应收票据}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$180 * (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$180 * (\text{期初应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款} + \text{期末应付票据}) / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数	$180 * (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	非流动资产周转天数	$180 * (\text{本年非流动资产总额} + \text{上年非流动资产总额}) / \text{营业收入}$
	总资产周转天数	$180 * (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	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
	EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	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
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	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。