



信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪208号

四川路桥建设集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“四川路桥建设股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十四日

四川路桥建设股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	四川路桥建设集团股份有限公司 (原四川路桥建设股份有限公司)		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	2013/7/26~2018/7/26		
上次评级时间	2015/06/17		
上次评级结果	债项级别 AA⁺ 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA⁺ 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

四川路桥	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	72.55	83.06	94.07	94.65
总资产(亿元)	442.66	521.75	550.42	561.75
总债务(亿元)	194.65	213.06	241.00	260.07
营业总收入(亿元)	254.27	269.73	307.71	66.92
营业毛利率(%)	12.65	13.02	12.34	9.95
EBITDA(亿元)	23.15	28.85	29.78	7.33
所有者权益收益(%)	7.63	11.14	10.86	5.10
资产负债率(%)	83.61	84.08	82.91	83.15
总债务/EBITDA(X)	8.41	7.38	8.09	8.87
EBITDA 利息倍数(X)	1.83	2.15	2.18	2.11
铁投集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	415.84	449.03	619.95	619.22
总资产(亿元)	1384.77	1695.60	2064.02	2087.16
总债务(亿元)	783.55	1026.32	1191.74	1168.46
营业总收入(亿元)	369.71	375.92	535.42	143.80
营业毛利率(%)	11.43	12.02	9.59	5.95
EBITDA(亿元)	36.31	44.68	36.57	-
所有者权益收益(%)	-1.58	0.02	0.33	-0.70
资产负债率(%)	69.97	73.52	69.96	70.33
总债务/EBITDA(X)	21.58	22.97	32.59	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.90	0.74	0.55	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

2、四川路桥、铁投集团 2016.Q1 所有者权益收益指标经年化处理。

分析师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn

彭 鹏 xpeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 14 日

基本观点

2015 年,四川路桥建设集团股份有限公司¹(以下简称“公司”)路桥施工主业保持着稳定发展态势,各在建项目进展顺利,同期路桥 BOT、水电生产等其他业务运营也较平稳,收入规模保持了一定增长;随着四川省加快建设西部综合交通枢纽,较大规模的路网投资为公司提供了良好的发展机遇。不过,中诚信证评也关注到受国内固定资产投资增速明显放缓、建筑行业竞争日趋激烈,以及财务杠杆比率仍属偏高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上,中诚信证评维持四川路桥主体信用等级 **AA**,评级展望为稳定;维持“四川路桥建设股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。该级别考虑了四川省铁路产业投资集团有限责任公司(以下简称“铁投集团”或“集团”)提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 区域发展环境良好。近年来四川省经济保持较快发展,西部中心省份的地位日益凸显,有利于促进区域内交通产业的发展。未来四川省将加快建设西部综合交通枢纽,交通运输和区域经济发展互为促进,四川省较大规模的路网投资将为公司发展提供良好的发展机遇。
- 品牌优势。公司拥有公路工程施工总承包特级资质、公路行业甲级设计资质等多项资质,并取得了铁路工程施工总承包三级资质,在高速公路、特大型桥梁、隧道等领域具有较强实力,在四川省境内高速公路施工建设领域占有突出的市场份额,并且在中西部多个省市的路桥施工领域也具有较高的市场份额及认可度。
- 市场拓展状况较好。2015 年全年新中标项目 64 个,中标金额约 198.53 亿元,主业市场的

¹ 2015 年 5 月 15 日召开 2014 年年度股东大会审议通过了《关于公司更名及修改公司<章程>部分条款的议案》,公司名称由“四川路桥建设股份有限公司”变更为“四川路桥建设集团股份有限公司”,目前已取得新的工商营业执照。公司证券简称和证券代码不变。

延续性可得到一定保障,同时公司还在传统的 BT/BOT 模式外积极尝试 PPP 模式的项目对未来的项目拓展有着正面意义。

关 注

- 主营业务增速逐渐放缓,2013-2015 年,主营业务收入分别为 253.10 亿元、266.47 亿元和 277.04 亿元,同比增长率分别为 5.28%和 3.97%。
- 财务杠杆比率偏高。公司当前的自有资本规模与其投资所需相比仍显不足,截至 2016 年 3 月 31 日,公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.15%和 73.32%,与同行业其他上市公司相比,公司的杠杆比率处于偏高水平。

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2015 年我国固定资产投资增速继续放缓，建筑业产值和新签合同规模均有所下滑，加上行业竞争激烈，建筑施工企业经营压力依然较大

2015 年我国国内生产总值为 676,708 亿元，较上年增长 6.9%，同期全社会建筑业实现增加值 46,456 亿元，同比增长 6.8%，增速较国内生产总值增速低 0.1 个百分点，建筑业增加值占国内生产总值比重较上年有所下滑，2015 年达到 6.86%，较上年减少 0.17 个百分点。建筑施工行业具有明显的周期性特征，易受宏观经济形势影响，其中固定资产投资直接驱动建筑行业发展。2015 年固定资产投资呈现持续回落态势，全年全社会固定资产投资 562,000 亿元，扣除价格因素固定资产投资增速实际增长 11.8%，低于上年 2.9 个百分点。受此影响，2015 年全国建筑业总产值 180,757 亿元，增速为 2.3%，增幅较 2014 年大幅下滑 7.9 个百分点；截至 2015 年三季度，全国建筑业企业新签合同额 117,178.7 亿元，同比下降 6.8%，新签合同额的下降将对未来一段时间内建筑业产值规模产生较大影响。

从市场竞争环境来看，由于市场准入门槛普遍不高，我国建筑企业数量众多，经营业务单一，加之行业集中度低，市场竞争激烈，行业整体利润水平偏低，但其中大中型项目、技术含量高的项目竞争程度相对较低，利润水平相对较高，从总体上来看，占据较大市场份额的大多是具备技术、管理、装备优势和拥有特级资质的大型建筑施工企业。

短期来看，2015 年是我国全面深化改革的关键之年，随着“京津冀一体化”、“一带一路”、“长江经济带”三大战略部署的逐步推进，基础设施建设可得到持续拉动。长期来看，我国城市化和工业化进程刚进入中等水平，由此促进固定资产投资建设将给建筑行业带来诸多发展机遇，建筑业市场整体形势依旧看好。

四川省经济保持较快发展，西部中心省份的地位日益凸显，有利于促进交通产业的发展，其较大规模的路网投资将为区域内路桥施工和运营企业提供良好的发展环境

四川省是西部最大的经济体，受益于西部大开发战略的持续推动，四川省经济保持平稳较快增长。2015 年，四川省实现地区生产总值 30,103.1 亿元，同比增长 7.9%，三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.0%、53.9%和 41.1%，三次产业结构由上年的 12.4: 48.9: 38.7 调整为 12.2: 47.5: 40.3。2015 年四川省固定资产投资 25,973.7 亿元，同比增长 10.2%，其中工业投资 7361 亿元，同比增长 2.7%；第三产业投资 17,671.6 亿元，同比增长 12.4%，第三产业的投入仍保持着较快增长。受地区经济持续增长带动，近年来四川财政一直保持着一定速度的增长，2015 年全省完成公共财政收入 3,329.1 亿元，比上年增长 7.9%；其中税收收入 2,353.1 亿元，较上年增长 1.8%。

受西部大开发和成渝经济区的建设的带动，四川省货运、客运行业也呈现持续快速增长态势。截至 2015 年 11 月末，四川省公路交通建设完成投资 1,093.4 亿元，为去年同期的 92.8%。2015 年，四川省共完成旅客周转量 1,623.8 亿人公里，货物周转量 2,500.1 亿吨公里，同比分别增长 6.0%和 6.3%，其中公路旅客周转量和货物周转量占比分别约为 38.92%和 67.73%。

2016 年 1 月，四川省通过了《四川省国民经济和社会发展的“十三五”规划纲要》，针对“十三五”期间的交通规划，提出了以构建长江经济带综合立体交通走廊、推进省际间互联互通等为重点，加快高速公路通道建设，新增 7 条高速公路通道，跨区域通达条件和运输能力显著提升。加快建设绵阳至九寨沟高速公路；建成巴中至桃园高速公路，向北经陕西、甘肃对接欧亚大陆桥。建成宜宾至习水、彝良高速公路和攀枝花至大理高速公路，开辟西南大通道。加快建设泸州至荣昌、成都天府国际机场经资阳至潼南等高速公路，建成成都经安岳至重庆、巴中经广安至重庆等高速公路，扩大向东交通通道。加快建设马尔康至久治等高速公路，建成汶川至马尔康、雅安至康定高速公路，向西连接通往中亚和

巴基斯坦的经济走廊。

总的看来,四川省在西部大开发、深入推进“三大发展战略”和加快建设成渝经济区、天府新区等政策的全面推动下,经济保持较快发展,西部中心省份的地位日益凸显,有利于促进交通产业的发展。未来四川省将加快建设西部综合交通枢纽,交通运输和区域经济发展互为促进,四川省较大规模的路网投资将为区域内路桥施工和运营企业提供良好的发展环境,“十三五”时期仍是交通建设发展的重要战略机遇期。

业务经营

2015年,公司路桥施工各在建项目加快推进,主业保持着稳定发展态势,同期路桥BOT、水电生产等其他业务运营也较平稳,公司主业市场拓展情况较上年大幅提升,同时在PPP项目方面亦有所拓展

公司拥有公路工程施工总承包特级资质、公路行业甲级设计资质及其他多项资质,并于2015年取得铁路工程施工总承包三级资质,在高速公路、特大型桥梁、隧道等领域具有较强实力,在四川省境内高速公路施工建设领域占有突出的市场份额,系四川省路桥工程建设骨干企业,并且在湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区路桥施工领域也具有一定的市场份额及认可度。

2015年公司实现营业收入307.71亿元,同比增长14.08%,收入增幅高于上年。其中,工程施工业务收入264.15亿元,占比85.84%,路桥施工主业突出。公司除立足工程施工外,还从事一定的路桥投资建设运营业务、水电能源业务以及少量土地整理、商品砼等,2015年路桥投资建设运营业务和水电能源业务分别实现营业收入9.76亿元和1.93亿元,分别占营业收入的3.17%和0.63%。

工程施工业务方面,抓住四川省“十三五”期间全面建设西部经济发展高地及西部综合交通枢纽的关键时期,2015年公司在建工程项目加快推进,全年工程施工业务收入264.15亿元,较上年增长了4.54%,主业保持稳定发展态势。公司充分发挥技术和品牌优势,针对目标市场进行深度经营,其中,公司在山西省相继中标晋蒙黄河大桥、神池

至岢岚高速公路路基、路面工程施工TJ1标段,中标金额达17.25亿元,成功挺进山西市场;中标都昌至九江高速公路(都昌至星子段)项目鄱阳湖特大桥C7标段,夯实了特大桥品牌业绩。2015年全年新中标项目64个,中标金额约198.53亿元,基本完成了年初的生产经营计划。至2015年末剩余合同金额约298.62亿元(含BOT项目123.39亿元),主业主业的延续性可得到一定保障。2016年一季度公司新中标金额56.36亿元,一季度末剩余合同金额约321.32亿元。

公司通过适度开展路桥投资建设运营业务来拓展主业的延伸,当前主要以BOT项目业务模式进行,2015年路桥BOT/BT业务实现收入9.76亿元,同比增长3.09%。其中,2015年成自泸、成绵复线两条高速公路实现通行费收入7.76亿元,较上年的5.97亿元有明显增长。公司前期投资宜宾长江大桥收费期将于2017年12月31日截止。目前,公司在建BOT项目主要为内威荣高速公路BOT、自隆高速公路BOT、江习古高速公路BOT和双碑隧道工程项目等,计划总投资额分别为42.30亿元、47.90亿元、101.74亿元和17.17亿元,至2015年末分别累计完成投资的99.72%、71.06%、24.08%和100%,其中双碑隧道工程采用完工后政府回购的模式。另外还以参股的方式投资了绵西、攀大等项目。同时,2015年公司以PPP方式签约了南溪长江大桥,湖北嘉鱼、白洋长江大桥等项目,目前尚处于前期阶段。

水电能源板块,公司先后投资开发了四川巴河流域水电开发项目、甘孜州巴郎河和小金河流域关州水电开发项目,目前由公司负责运营的主要为巴河流域水电的巴中双滩电站、风滩电站,以及巴郎河水电站,装机容量合计23.2万千瓦。目前公司水电装机容量较小,水电板块业务规模也比较有限,2015年实现营业收入1.93亿元,同比下降0.71%。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2013、2014、2015年度合并财务报告,以及未经审计的2016年一季度财务报表。

资本结构

随着业务规模的扩张和对外投资的增加, 2015 年公司资产规模继续保持一定提升, 截至 2015 年末公司总资产为 550.42 亿元, 同比增长 5.50%。同期投资需求加大亦使得公司对外融资规模继续增长, 2015 年末公司负债总额和总债务分别为 456.35 亿元和 241.00 亿元, 同比分别增长 4.02% 和 13.11%。另外, 随着留存收益的充实, 2015 年公司自有资本实力也有一定增长, 截至 2015 年末公司所有者权益为 94.07 亿元, 同比增长 13.26%。从最新情况来看, 截至 2016 年一季末, 公司总资产、负债总额和所有者权益继续保持增长, 分别为 561.75 亿元、467.09 亿元和 94.65 亿元。

图 1: 2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务杠杆方面, 2015 年公司资产负债率由上年的 84.08% 降至 82.91%, 总资本化比率则由上年的 71.95% 略降至 71.92%。不过, 2016 年 1 季度末公司的财务杠杆水平已有所回升, 期末资产负债率和总资本化比率分别为 83.15% 和 73.32%, 公司债务压力加大。总体来看, 公司当前的自有资本规模与其投资所需相比仍显不足, 与同行业其他上市公司相比, 公司的杠杆比率处于偏高水平。

表 1: 施工业部分上市公司资本结构比较

(截至 2015 年 12 月 31 日)

公司简称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)
成都路桥	56.77	26.16	53.92%
浦东建设	133.64	68.02	49.10%
四川路桥	550.42	94.07	82.91%
隧道股份	628.87	168.86	73.15%
上海建工	1,420.00	238.02	83.24%
中国交建	7,310.51	1,695.52	76.81%

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

债务结构方面, 2015 年随着部分长期借款在一年内到期以及短期借款的减少, 公司短期债务规模明显下降, 其长短债务比由上年的 0.58 降低至 0.31。考虑到公司业务长周期的特点, 现有债务期限结构较为匹配。

总体来看, 公司负债水平偏高, 财务结构稳健性有待提升。未来公司工程项目和投资类项目的资金需求规模依然较大, 其债务规模仍将有所增加, 负债率或将持续保持较高水平。

盈利能力

图 2: 2013~2016.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2015 年公司各项业务平稳发展, 当年实现营业收入 307.71 亿元, 同比增长 14.08%, 收入增幅高于上年 8 个百分点, 其中主营业务收入 277.04 亿元, 同比增长 3.97%。从收入构成来看, 工程施工业务收入占主营业务收入的比例为 95.35%, 占营业收入比重依然较大, 但该板块毛利空间一般, 2015 年施工板块毛利率为 11.25%, 较上年略有上升; 此外, 路桥投资建设运营业务和水电能源业务规模虽然不大, 但其盈利能力较强。另外, 2015 年公司其

他业务收入 30.67 亿元，较去年增长 841.54%，主要系子公司四川中航路桥国际贸易有限公司的贸易收入增长，经营的贸易物资主要为基建主要原材料如沥青、钢材、水泥等；但该业务板块毛利率较低，2015 年仅为 1.65%，远远低于主营业务的毛利水平。受低毛利的其他业务收入稀释的影响，2015 年公司综合毛利率由上年的 13.02% 降至 12.34%。

表 2：2013~2015 年公司主营业务分板块毛利率情况

项目	2013	2014	2015
工程施工	10.63%	10.68%	11.25%
水力发电	42.65%	41.76%	41.32%
BT 及 BOT 业务	70.31%	72.55%	70.87%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：施工业部分上市公司 2015 年毛利率比较

公司简称	营业总收入（亿元）	营业毛利率（%）
成都路桥	14.45	12.04
浦东建设	31.64	10.79
四川路桥	307.71	12.34
隧道股份	268.03	12.82
上海建工	1,254.30	9.02
中国交建	4,044.20	15.20

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用为 15.16 亿元，同比降低 6.79%，其中财务费用 11.60 亿元，系公司期间费用的主要构成。公司融资规模不断扩大，导致财务费用一直处于较高水平。2015 年因利息收入及利息资本化金额的增加，当年财务费用同比降低 9.19%。公司销售费用较少，2015 年仅为 0.11 亿元，同期管理费用为 3.46 亿元，同比略增 0.98%。2015 年公司期间费用占营业收入比重为 4.93%，同比减少了 1.10 个百分点。

受益于营业收入的提升，2015 年公司主营业务盈利能力有所增长，最终公司当年实现净利润 10.21 亿元，同比增长 10.41%；同期净资产收益率为 10.86%，总体具备一定资产获利能力。

短期来看，2015 年公司完结项目较多，至 2015 年末公司在手合同量少于上年，但 2015 年市场拓展情况良好，新中标合同额明显高于上年，同时 BOT 项目板块成自泸和成德绵两条高速公路运营收入有较明显增长，因此公司 2016 年盈利水平仍将有希望得到支撑。长期来看，基于公司所享有的一定的区位优势，西部大开发、“一带一路”和长江

经济带等战略的实施和稳步推进仍将使公司面临着良好的发展机遇，并且公司仍将积极在介入公路、铁路投资建设的同时也在进行能源、矿产等基础性、资源性产业的协调发展，整体业务发展前景良好，其未来收入规模和盈利能力将有望得到保障和提升。

偿债能力

作为建筑施工类企业，公司对长期资金的需求较大，且短期内各投资项目也存在一定资金需求，2015 年公司总债务规模由上年的 213.06 亿元继续攀升至 241.00 亿元，同比增长 13.11%；2016 年一季度末则增长至 260.07 亿元，债务规模进一步上升。

现金流方面，2015 年由于资金回款状况的改善，公司当年经营性现金流有大幅增加，全年经营活动现金流净额为 30.53 亿元，较上年的 17.77 亿元增长 71.83%。但由于债务规模较大且不断增长，2015 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.13 和 2.23，较上年仅稍有改善。同时得益于盈利规模的增长，近年来公司 EBITDA 稳步增长，整体获现能力有所提升，2015 年公司 EBITDA 同比增长了 3.23% 至 29.78 亿元，而 EBITDA 利息倍数则提升至 2.18 倍，EBITDA 能对利息支出能形成一定保障。

表 4：2013~2015 年公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015
总债务（亿元）	194.65	213.06	241.00
利息支出（亿元）	12.67	13.42	13.69
EBITDA（亿元）	23.15	28.85	29.78
经营活动净现金流（亿元）	18.79	17.77	30.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.08	0.13
经营活动净现金/利息支出	1.48	1.32	2.23
总债务/EBITDA（X）	8.41	7.38	8.09
EBITDA 利息倍数（X）	1.83	2.15	2.18

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项以及对外担保事项。

整体来看，公司负债水平偏高，当前资金压力仍较大，财务结构稳健性有待提高。但公司所处的区域市场发展环境良好，加上也在进行多渠道的业

务拓展，其未来盈利能力向好可期，经营获现可对其债务的偿还形成有效保障，整体偿债能力较强。

担保实力

本期债券由铁投集团提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

铁投集团成立于 2009 年 1 月，出资人为四川发展（控股）有限责任公司，最终控制人则为四川省政府国有资产监督管理委员会。铁投集团是四川发展按照四川省委、省政府“组建 1+N 模式的省级投融资平台”的要求，出资成立的第一个“N”类平台，主要代表四川省参与国家和地方合资铁路项目的投融资、建设、运营和管理，统一对外协调铁路建设等相关事宜；负责四川省内地方铁路等交通设施项目的建设、运营和管理；享有四川省境内铁路、公路等交通基础设施项目的特许经营权。其下属核心子公司主要有 4 家，分别为四川省铁路集团有限责任公司（以下简称“川铁集团”）、四川铁投城乡投资建设集团有限公司、四川路桥和四川公路桥梁建设集团有限公司，截至 2015 年 12 月 31 日，铁投集团对其持股比例分别为 100%、100%、43.59% 及四川公路桥梁建设集团有限公司由四川路桥持股 100%。截至 2015 年 12 月 31 日，铁投集团总资产为 2,064.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 619.95 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 69.96% 和 65.78%。2015 年度铁投集团实现营业收入 535.42 亿元，净利润 2.08 亿元，经营活动净现金流 6.84 亿元。

目前铁投集团主要从事建筑施工业务，包括路桥施工和部分铁路的施工，其中路桥施工业务主体为四川路桥，川铁集团则主要负责已建成地方铁路的运营管理。2015 年铁投集团主营业务收入为 335.45 亿元，其中建筑施工业务收入 306.12 亿元，占比 91.26%；材料销售收入 9.71 亿元，占比 2.89%；BT 及 BOT 收入 11.91 亿元，占比 3.55%。除此之外，铁投集团还拥有交通运输、电力生产与供应、检测设计和房地产等业务，但收入占比均相对较小。

路桥等建筑施工系铁投集团的支柱产业，主要由控股子公司四川路桥承担。四川路桥在特大桥

梁、高速公路路面、隧道等方面具有较强的竞争优势，近年来在省内承建了 20 条高速高等级公路，在省外已在全国 21 个省市自治区中标承建工程，主要进入了包括浙江、福建、湖南、湖北、安徽、重庆、甘肃、广西、陕西等省市 17 条高速公路；在具有代表性的桥梁建筑方面，其承建的特大型长江公路大桥有涪陵长江大桥、湖北宜昌长江大桥、湖北鄂黄长江大桥、泸州长江大桥和二桥、万县长江大桥、重庆巫山长江大桥、广东中山横门大桥、浙江深门跨海大桥、宜宾长江大桥和浙江舟山西堠门跨海大桥等，工程优良率达 95% 以上。同时，四川路桥还承建了广陕路、达陕路、纳黔路、广甘路等出川大通道及雅西高速、广南高速等重点工程。

铁路施工业务方面，铁投集团的铁路施工业务主要由川铁集团承担。截至 2015 年末，川铁集团建成投入运营管理的铁路 3 条，总里程 750 公里；已开工建设铁路 12 条，累计完成国家和地方规划铁路项目资金投入 205 亿元，资本金投入 205 亿元，预计未来仍需投资 400 亿元，其中 2016 年铁路项目将投入约 40 亿元，未来一段时间内将仍存在着一定的资本支出压力。

总体而言，作为四川省铁路产业发展平台，铁投集团在四川省内具有重要地位，未来在不断壮大铁路、公路主业的同时，铁投集团将继续发展相关产业多元化，延伸产业链条，逐步形成主业优势凸显、多元产业协调发展的格局，其整体的竞争力和抗风险能力将得到进一步增强。

财务分析

以下分析基于铁投集团提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年财务报告和 2015 年财务报告，以及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表。

资本结构方面，2015 年随着建筑施工业务规模的扩大和路桥 BOT 项目的投入，铁投集团无形资产和应收类款项增幅较大，带动总资产规模继续保持较大幅度的增长。2015 年末铁投集团总资产为 2,064.02 亿元，较上年末增长 21.73%，其中股权投

资（含可供出售金融资产和长期股权投资）和无形资产分别为 245.84 亿元和 787.98 亿元。同期，随着资本支出及融资力度的加大，铁投集团债务规模也持续增长，截至 2015 年末，其总债务为 1,191.74 亿元，较上年末大幅增长 16.12%；2016 年 1 季度末总债务余额为 1,168.46 亿元。从负债水平看，近年来铁投集团负债水平有所波动，但总体处于较高水平。截至 2015 年 12 月 31 日和 2016 年 3 月 31 日，铁投集团资产负债率分别为 69.96%和 70.33%，总资本化比率分别为 65.78%和 65.36%。

盈利方面，2015 年铁投集团实现营业收入 535.42 亿元，较上年同期大幅增长 42.43%，增长主要来自于其他业务收入的成倍增长，具体是来自贸易收入的增长；其中建筑施工业务板块毛利率为 11.80%；BT 及 BOT、电力生产与供应等业务板块的毛利率相对较高。虽然铁投集团财务费用长期处于高位，吞噬了较多经营业务利润，但随着收入规模的大幅增长，且有政府补助等营业外收入的补充，2015 年铁投集团实现净利润 2.08 亿元，较上年有明显增长。

偿债能力方面，受施工业务结算周期影响，铁投集团经营活动现金流波动较大，2015 年其经营活动净现金流为 6.84 亿元。其他偿债指标方面，2015 年铁投集团 EBITDA 为 36.57 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.55，受总债务持续较快增长的影响，EBITDA 对利息支出的保障有所下降。当前铁投集团主要项目正处于大规模建设期，未来几年其资本支出压力依然较大，债务规模将逐年增加，预计未来偿债指标将持续弱化；但考虑到铁投集团作为四川省省级铁路产业投融资平台，在四川省铁路、路桥建设方面具有明显的优势，战略地位十分重要，政府和股东在政策、资金等方面给予铁投集团很大的支持力，其整体仍具备很强的偿债能力。

截至 2016 年 3 月末，铁投集团无对生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项。担保方面，2016 年 3 月末铁投集团对外担保为 3.21 亿元，系川铁集团对巴达铁路有限责任公司的连带责任保证，或有风险较小。

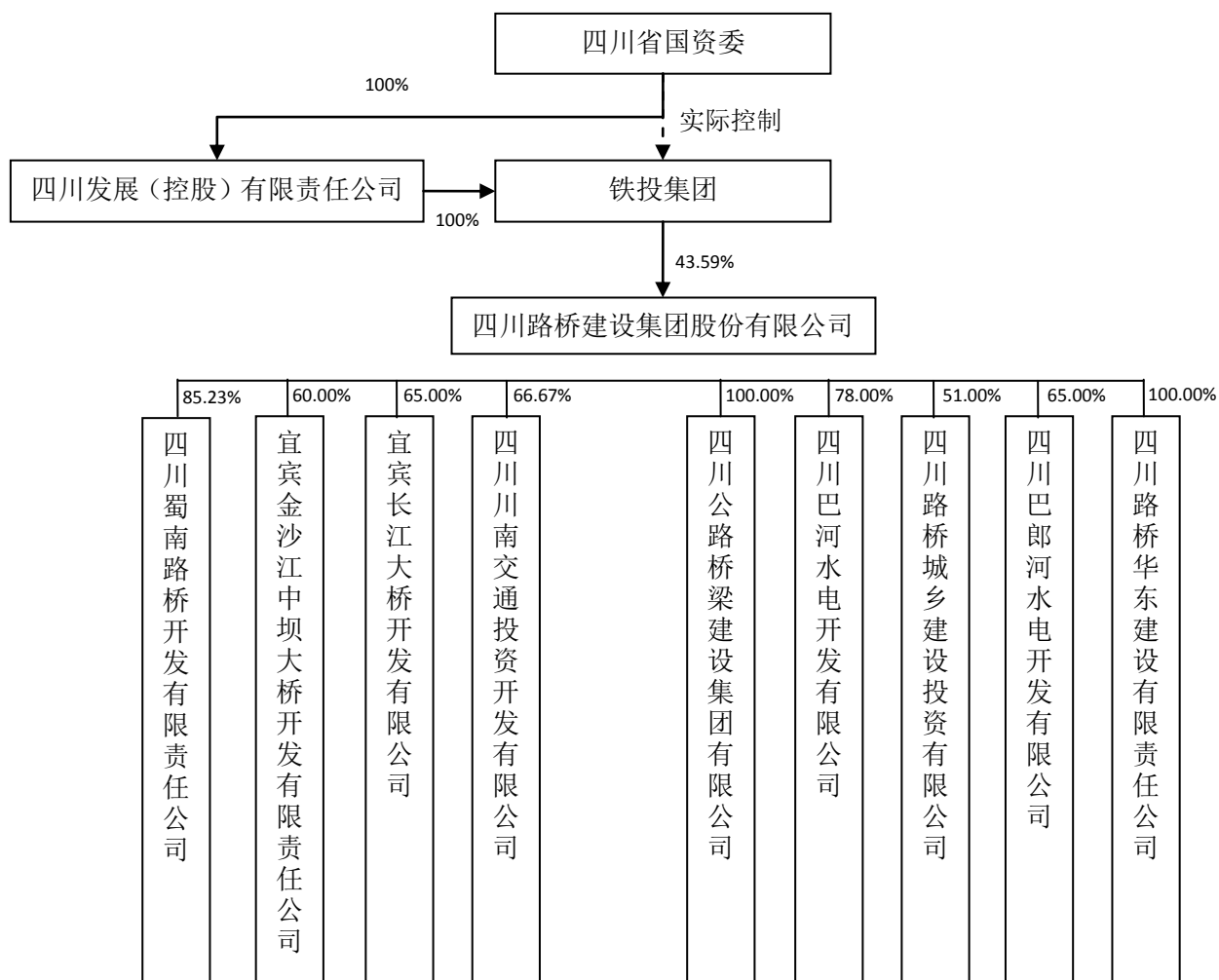
总体来看，作为四川省政府铁路建设的投融资平台，铁投集团在四川省具有重要的战略地位，能

够得到地方政府在资金、政策等方面的大力支持，且路桥建设业务具备很强的竞争力，整体抗风险能力很强，其提供的全额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的偿还提供有力保障。

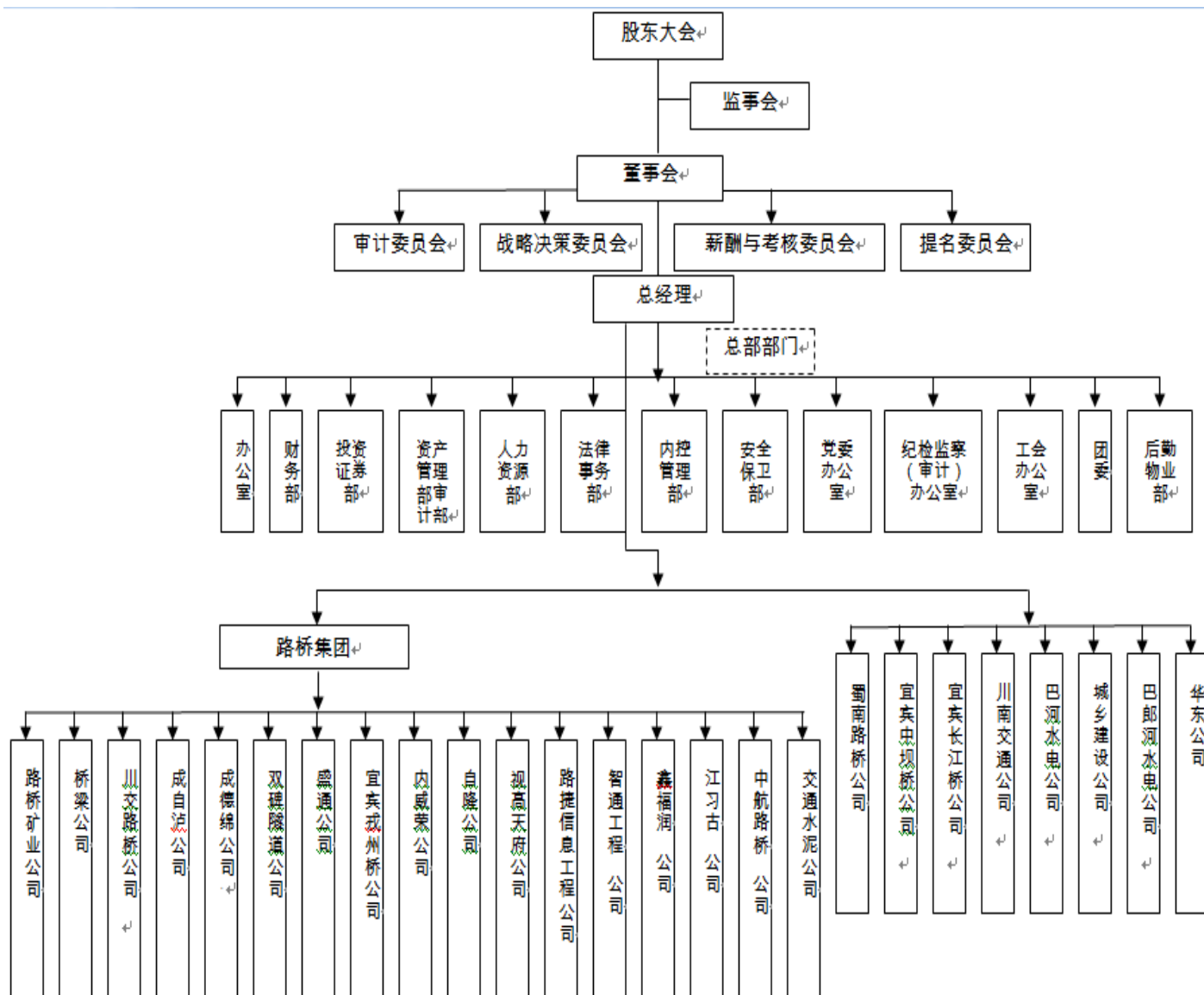
结 论

综上所述，中诚信证评维持四川路桥主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“四川路桥建设股份有限公司 2013 年公司债券”信用级别为 **AA⁺**。

附一：四川路桥建设集团股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



附二：四川路桥建设集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：四川路桥建设集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	628,076.21	493,304.00	608,505.20	669,060.86
应收账款净额	73,091.99	109,959.98	107,876.62	114,315.05
存货净额	1,106,665.88	1,586,020.04	1,269,454.59	1,221,037.18
流动资产	2,306,941.94	2,773,696.84	2,668,124.24	2,703,236.93
长期投资	92,421.68	240,390.28	319,537.30	334,014.67
固定资产合计	279,569.07	269,868.08	257,115.35	253,557.60
总资产	4,426,629.06	5,217,515.84	5,504,233.52	5,617,462.37
短期债务	547,814.85	784,858.96	570,255.35	541,470.65
长期债务	1,398,636.05	1,345,727.65	1,839,735.35	2,059,191.30
总债务（短期债务+长期债务）	1,946,450.90	2,130,586.61	2,409,990.71	2,600,661.96
总负债	3,701,101.40	4,386,944.49	4,563,496.13	4,670,941.21
所有者权益（含少数股东权益）	725,527.66	830,571.35	940,737.39	946,521.16
营业总收入	2,542,691.31	2,697,274.35	3,077,118.42	669,205.76
三费前利润	237,535.01	261,221.09	288,300.22	51,998.36
投资收益	1,217.73	1,205.68	3,310.71	-94.00
净利润	55,353.42	92,495.17	102,121.30	12,078.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	231,545.18	288,506.92	297,824.90	73,311.96
经营活动产生现金净流量	187,867.39	177,663.12	305,271.29	39,228.80
投资活动产生现金净流量	-351,398.88	-343,943.58	-346,347.92	-111,741.84
筹资活动产生现金净流量	467,865.11	25,120.68	170,020.97	192,041.76
现金及现金等价物净增加额	304,354.29	-141,158.49	129,503.46	119,531.16
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	12.65	13.02	12.34	9.95
所有者权益收益率（%）	7.63	11.14	10.86	5.10
EBITDA/营业总收入（%）	9.11	10.70	9.68	10.96
速动比率（X）	0.52	0.39	0.52	0.57
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.08	0.13	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.34	0.23	0.54	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	1.48	1.32	2.23	1.13
EBITDA 利息倍数（X）	1.83	2.15	2.18	2.11
总债务/EBITDA（X）	8.41	7.38	8.09	8.87
资产负债率（%）	83.61	84.08	82.91	83.15
总资本化比率（%）	72.85	71.95	71.92	73.32
长期资本化比率（%）	65.84	61.84	66.17	68.51

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015 年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标已经年化处理。

附四：四川省铁路产业投资集团有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,421,493.02	1,724,042.59	2,418,455.11	2,154,382.46
应收账款净额	111,989.85	143,012.58	191,413.60	193,615.43
存货净额	1,305,842.94	1,373,115.30	1,433,429.90	1,417,431.15
流动资产	3,830,437.39	4,251,135.86	5,252,511.50	5,065,288.51
长期投资	4,072,566.16	4,483,575.93	2,536,696.52	2,530,638.99
固定资产合计	1,278,759.94	1,253,017.81	965,011.08	955,528.19
总资产	13,847,712.80	16,956,021.60	20,640,234.78	20,871,582.29
短期债务	2,059,476.98	3,932,242.08	3,072,402.58	1,796,003.68
长期债务	5,276,061.52	6,330,920.06	8,844,973.15	9,888,565.18
总债务（短期债务+长期债务）	7,335,538.50	10,263,162.13	11,917,375.74	11,684,568.85
总负债	9,689,351.19	12,465,677.89	14,440,735.03	14,679,393.89
所有者权益（含少数股东权益）	4,158,361.61	4,490,343.71	6,199,499.75	6,192,188.40
营业总收入	3,697,053.82	3,759,154.93	5,354,165.92	1,437,988.90
三费前利润	320,610.32	346,912.19	402,656.17	68,909.99
投资收益	15,686.92	4,643.21	10,951.25	3,306.34
净利润	-65,880.04	1,076.82	20,759.59	-10,803.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	363,052.62	446,789.02	365,727.72	—
经营活动产生现金净流量	380,635.44	-6,407.95	68,415.30	149,609.19
投资活动产生现金净流量	-2,604,188.20	-1,684,235.79	-2,022,943.18	-284,759.50
筹资活动产生现金净流量	2,572,936.76	2,007,630.58	2,600,859.25	312,713.61
现金及现金等价物净增加额	349,404.67	316,988.13	646,918.79	177,565.13
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	11.43	12.02	9.59	5.95
所有者权益收益率（%）	-1.58	0.02	0.33	-0.70
EBITDA/营业总收入（%）	9.82	11.89	6.82	—
速动比率（X）	0.58	0.47	0.69	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.00	0.01	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.00	0.02	0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	0.94	-0.01	0.10	—
EBITDA 利息倍数（X）	0.90	0.74	0.55	—
总债务/EBITDA（X）	20.21	22.97	32.59	—
资产负债率（%）	69.97	73.52	69.96	70.33
总资本化比率（%）	63.82	69.56	65.78	65.36
长期资本化比率（%）	55.92	58.50	58.79	61.49

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+短期应付债券

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

投资净现金利息倍数=投资活动产生现金净流量/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

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

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。