



信用等级通知书

信评委函字[2019] G232-X 号

厦门路桥建设集团有限公司：

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拟发行的“厦门路桥建设集团有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年三月十八日

厦门路桥建设集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	厦门路桥建设集团有限公司
发行规模	人民币 10 亿元
债券期限	本期债券期限为 3 年。
债券利率	本期债券为固定利率。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。

概况数据

厦门路桥	2015	2016	2017	2018.9
所有者权益（亿元）	180.64	185.40	188.08	225.82
总资产（亿元）	574.29	609.68	617.05	665.74
总债务（亿元）	126.87	103.51	123.42	145.10
营业总收入（亿元）	175.38	223.98	287.30	280.88
营业毛利率（%）	6.02	5.75	4.91	4.16
EBITDA（亿元）	9.03	9.54	9.66	-
所有者权益收益率（%）	1.56	1.85	2.00	2.06
资产负债率（%）	68.55	69.59	69.52	66.08
总债务/EBITDA（X）	14.05	10.85	12.77	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.86	3.77	-

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、2018年1~9月所有者权益收益率指标已经年化处理；
3、已将“其他流动负债”中的有息部分纳入短期债务中核算。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“厦门路桥建设集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体厦门路桥建设集团有限公司（以下简称“厦门路桥”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体厦门路桥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。中诚信证评肯定了厦门持续发展的区域经济实力为公司业务发展提供了良好的外部环境、多元化业务布局提升抗风险能力以及公司持有的路桥资产优质、路桥业务收入稳步增长等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，我们也关注到建筑材料业务面临着一定的市场风险、短期债务规模增速较快、分流压力及政策变动影响通行费收入等因素可能对公司及本期债券信用质量产生的影响。

正面

- 良好的区域经济环境。近年来厦门市经济稳定增长，2015~2017 年厦门市地区生产总值分别达到 3,466.01 亿元、3,784.25 亿元和 4,351.18 亿元，分别比上年增长 7.2%、7.9%和 7.6%，高于全国平均水平。同时，“十三五”期间福建省推进现代化综合交通运输体系建设，交通运输和区域经济发展互为促进，较大规模的路网投资将为公司提供良好的发展机遇。
- 业务多元化运营，提升整体抗风险能力。近年来，在路桥业务、代建工程业务稳健经营的同时，公司钢材贸易、混凝土销售、景观设计施工及游艇旅游业务实现较好发展，多元化业务布局提升公司的竞争力及抗风险能力。
- 路桥资产优质，路桥业务收入稳步增长。作为厦门市全部出岛通道“四桥二路一隧道”的运营

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

吴凯琳 klwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月18日

方，所属路产区位优良，且随着区域经济的稳定发展及车流量的自然增长，公司路桥业务收入保持增长态势，2017年实现路桥业务收入7.02亿元，同比增长13.41%。

关注

- ▶ 钢材贸易及混凝土销售业务面临着一定的市场风险。公司从事的钢材、混凝土等建筑材料的贸易业务一直是公司收入的最主要来源，但该业务受宏观经济及相关市场行情影响较大，近年来，宏观经济疲软，钢材产品及混凝土原材料价格波动较大，公司钢材贸易和混凝土业务面临着一定的市场风险。
- ▶ 短期债务规模增速较快。随着短期借款的增长及长期债务临近到期而转入流动负债，公司短期债务大幅增长。2015~2017年及2018年9月末，公司短期债务分别为46.40亿元、47.42亿元、75.53亿元和89.04亿元。
- ▶ 分流压力及政策变动影响。长期来看，高速公路将持续面临来自铁路（特别是高速铁路）等其他交通运输方式的竞争，面临一定的分流压力，同时近年多项收费公路相关政策陆续出台，对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策的变化值得关注。

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委托方构成委托关系外，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和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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

厦门路桥建设集团有限公司（以下简称“厦门路桥”或“公司”）前身厦门市路桥建设投资总公司，成立于 1993 年 6 月，根据厦门市人民政府[1993]综 042 号文的批复，由厦门市交通局组建成立。2006 年，厦门市路桥建设投资总公司改制为国有独资有限责任公司，改制后名称为厦门路桥建设集团有限公司。经过多次增资，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 178.86 亿元，股权由厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）直接 100% 持有，厦门市国资委为其控股股东及实际控制人。

公司主要接受厦门市委、市政府的委托，承接厦门市大中型桥梁、中本期债券高等级公路及配套工程的投资建设及建成后的经营管理业务，并承揽国内外路桥工程建设等业务，是厦门市政府交通基础设施建设领域重要的投资建设主体之一。公司目前主要经营厦门大桥、海沧大桥、杏林大桥、集美大桥、厦漳高速公路厦门段、厦成高速公路厦门段等路桥资产和翔安海底隧道；此外，公司还经营钢材贸易、混凝土销售、游艇旅游等业务。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产为 617.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 188.08 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 69.52% 和 39.62%。2017 年，公司实现营业收入 287.30 亿元，净利润 3.77 亿元，经营活动净现金流-0.54 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产为 665.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 225.82 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 66.08% 和 39.12%。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 280.88 亿元，净利润 3.50 亿元，经营活动净现金流为 14.88 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	厦门路桥建设集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	人民币 10 亿元
债券期限	本期债券期限为 3 年。
债券利率	本期债券为固定利率，本期债券票面利率通过簿记建档方式确定。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额分别与债券对应的票面年利率的乘积之和；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时各自所持有的本期债券到期最后一期利息及等于债券票面总额的本金。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于改善债务结构、偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

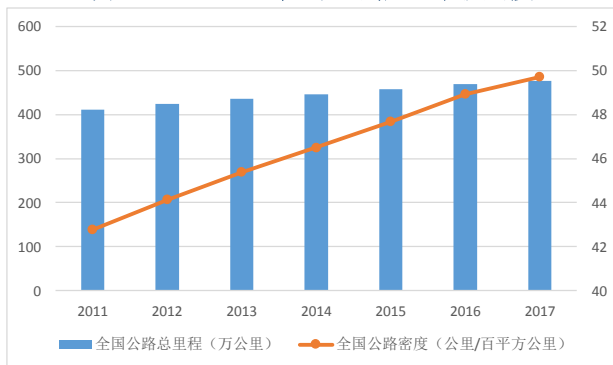
收费公路行业概况及关注

我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2017 年末，全国公路总里程达 477.35 万公里，较上年末增加 7.72 万公里；公路密度 49.72 公里/百平方公里，较上年增加 0.81 公里/百平方公里；公路养护里程 467.46 万公里，占公路总里程 97.9%。2017 年末全国四级及以上等级公路里程 433.86 万公里，比上年增加 11.31 万公里，占公路总里程 90.9%，提高 0.9 个百分点。二级及以上等级公路里程 62.22 万公里，增加 2.28 万公里，占公路总里程 13.0%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 13.65 万公里，增加 0.65 万公里；高速公路车道里程 60.44 万公里，增加 2.90 万公里。

国家高速公路 10.23 万公里，增加 0.39 万公里。

图 1：2011~2017 年全国公路总里程及密度



资料来源：2017 年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理

公路投资方面，2017 年全国全年完成公路建设投资 21,253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9,257.86 亿元，增长 12.4%；普通国省道建设完成投资 7,264.14 亿元，增长 19.5%；农村公路建设完成投资 4,731.33 亿元，增长 29.3%，新改建农村公路 28.97 万公里。

运输量方面，2017 年公路运输客流量稍有下滑，但在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2017 年，我国旅客运输总量为 184.86 亿人次，其中公路完成旅客运输量 145.68 亿人次，占运输总量的 79.35%；同年，我国货物运输总量为 472.43 亿吨，其中公路运输量达到 368.69 亿吨，占运输总量的 78.04%。

周转量方面，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击，2017 年受铁路运输的影响，公路旅客周转量稍有下滑，但货物周转量持续增长。2017 年我国旅客周转量 9,765.18 亿人公里，下降 4.5%；货物周转量 66,771.52 亿吨公里，增长 9.3%。

同时，汽车行业的快速发展对高速公路的发展形成了一定的支撑。近年来我国汽车产销呈现快速增长趋势，2017 年汽车产销分别完成 2,901.5 万辆和 2,887.9 万辆，同比增长 3.2% 和 3.0%。截至 2017 年末，汽车保有量达 2.17 亿辆，比上年末增长 11.8%，其中私人汽车保有量 18,695 万辆，增长 12.9%。民用轿车保有量 12,185 万辆，增长 12.0%。

总体来看，私家车规模的扩大，对公路运输产生了一定的积极作用，加之我国公路路网的不断完善，运输量快速增长，但同时也关注到铁路规模的

扩大对公路运输产生了一定的分流作用。

收费公路行业政策

我国现有公路网中，95% 的高速公路是靠收费公路政策筹资——“贷款修路，收费还贷”修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势，2017 年度，全国收费公路通行费收入为 5,130.2 亿元，较 2016 年增加 581.7 亿元，增速为 12.8%。

表 2：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	2017.08.17	省级人民政府可根据本地区实际，对使用电子不停车收费系统（ETC）非现金支付卡并符合相关要求的货运车辆给予适当通行费优惠；2017 年年内出台完善收费公路通行费改增工作实施方案，年底前建成全国统一的收费公路通行费发票服务平台。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），提出政府收费的高速公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费机制。此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。2016 年 8 月，交通运输部表示《收费公路管理条例》已上报国务院，拟对收费公路范围、期限、标准及减免等事项重新做出统一规定。目前《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但新报条例何时出台，尚无明确的时间。

2017 年 8 月，国务院印发了《关于进一步推进物流业降本增效促进实体经济发展的意见》，旨在降低物流行业的运行成本。随后，广东省、云南省、湖北省等地陆续推出了各种针对货车的通行优惠政策，主要降低了使用非现金支付以及合法装载货车的通行费。

总体来看，国家接连出台了燃油税费改革、清

理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费、物流行业降本等多项收费公路相关政策，公路行业政策的频繁出台有助于形成规范有序的交通运输体系，但同时给收费公路相关行业带来一定政策风险。收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，中诚信证评将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

钢铁贸易行业概况

钢铁行业为典型的周期性行业，发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。随着中国经济步入新常态，经济增速成功换挡至中高速增长，2017 年以来，在下游需求回暖及钢铁行业供给侧改革、着力化解钢铁过剩产能、彻底取缔“地条钢”等一系列政策措施强有力的推动下，钢铁行业运行稳中趋好，延续 2016 年的良好发展趋势。根据工信部统计数据，2017 年我国粗钢产量 8.32 亿吨，同比上涨 5.70%，增幅较上年增加 4.50 个百分点；国内粗钢表观消费量为 7.68 亿吨，同比增长 8.20%，增幅较上年增加 6.90 个百分点，实现生产消费量双增长。钢材价格处于高位震荡，截至 2017 年 12 月末，Myspic 综合钢价指数为 158.42 点，较年初上涨 23.99%。

从需求层面看，随着“十三五”规划逐步落实、PPP项目加速落地等举措，建筑、汽车、机械工业等主要钢铁下游行业的用钢需求有所回暖。2017年以来，钢铁下游需求平稳释放，在房地产销售政策收紧的情况下，房地产业仍保持了较大的投资增长规模，2017年全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速较上年提升0.1个百分点。下游汽车行业方面，受购置税优惠退坡影响，汽车产销增速均有所下滑，据中国汽车工业协会统计，全年共产销2,901.54万辆和2,887.89万辆汽车，同比增长3.19%和3.04%，增速比上年同期回落11.27个百分点和10.61个百分点，但仍实现平稳发展。同期，我国造船业回暖，2017年1-12月，全国造船完工量4,268万载重吨，同比增长20.9%，其中海船为1,292万修正总吨。新承接船舶订单量3,373万载重吨，同比增长60.1%，其中海船为1,136万修正总吨。截至12月底，手持船舶订单量8,723万载重吨，比2016年底手持订单量下降12.4%，其中海船为2,984万修正总吨，出口船舶占总量的90.2%。铁路投资方面，根据国家铁路局统计数据，2017年全国铁路完成固定资产投资8,010.43亿元，新开工项目35个，投产新线3,038公里；国家发展改革委、交通运输部、国家铁路局和中国铁路总公司联合印发《铁路“十三五”发展规划》，提出到2020年，全国铁路营业里程达到15万公里，其中高速铁路3万公里，复线率和电气化率分别达到60%和70%左右，对钢铁需求起到一定稳定作用。

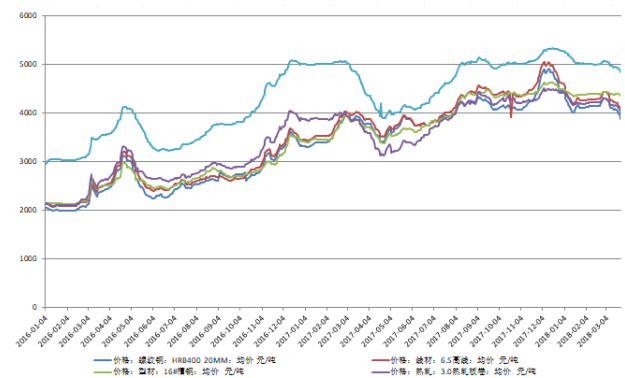
从供给层面看，2017年是供给侧改革的攻坚之年。2017年3月政府工作报告提出，2017年钢铁行业需要再压减钢铁产能5,000万吨左右。2017年以来国家各部委将取缔“地条钢”的行动列为钢铁行业供给侧改革的重中之重，坚决依法彻底取缔“地条钢”，违法违规产能，确保2017年6月底前将其全面取缔，规范钢铁行业生产经营秩序。根据公开资料显示，2017年上半年我国共取缔、关停“地条钢”生产企业600多家，设计产能1.2亿吨。根据我国工信部公开数据，2017年已超额完成5,000万吨化解钢铁过剩产能目标任务，并清除1.4亿吨地条钢。2018年3月，政府工作报告提出2018年钢铁

行业需要再压减钢铁产能3,000万吨左右，并推动钢铁等行业超低排放改造。按照3,000万吨的压减目标，我国将提前完成“十三五”提出的五年钢铁行业去产能上限目标。中诚信证评认为，产能淘汰尚未转变为实际的减产，供给侧改革需要进一步的推进，钢企仍面临较大的经营压力。

钢材出口方面，2017年，在我国钢材价格高位运行，国内外价差缩小甚至出现倒挂，以及钢铁贸易摩擦频发和相关惩罚性关税征收的影响下，我国钢材出口同比明显回落。根据中国海关总署统计数据，2017年我国累计出口钢材7,543万吨，同比减少30.5%；累计进口钢材1,330万吨，同比增长0.6%。另外，据兰格钢铁研究中心监测数据显示，2017年中国钢铁出口产品遭遇13个国家和地区发起的20起贸易救济调查，其中反倾销案件15起，反倾销、反补贴合并案件4起，规避调查案件1起。随着一带一路政策的推进，中国对东南亚等国的出口有望进一步加强，但整体贸易环境尚未改善，2018年出口形势有待持续关注。

钢材价格方面，受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，2017年钢材价格大幅上涨。截至2017年12月底，中国钢材价格指数为121.8点，比年初上升22.3点，涨幅22.4%，其中长材价格指数由年初97.6点升至129.0点，涨幅32.2%；板材价格指数由年初104.6点升至117.4点，涨幅12.2%。细分品种中，国内螺纹钢价格年初为3,268元/吨，最高涨至5,000元/吨以上，年底回落至4,447元/吨，同比增长36.1%。

图2：2016年以来中国主要钢材品种价格走势情况



资料来源：东方财富，中诚信证评整理

2017年以来，钢铁行业运行环境显著改善，钢

材价格持续上涨，业内企业经营效益明显好转，根据工信部统计数据，2017年我国黑色金属冶炼和压延加工业主营业务收入6.74万亿元，同比增长22.4%，实现利润3,419亿元，较去年同期增加2,189亿元，同比增长177.8%。2017年，中国钢铁工业协会统计的重点大中型企业累计实现销售收入3.69万亿元，同比增长34.1%，实现利润1,773亿元，同比增长613.6%。

中诚信证评认为，在宏观经济增速放缓的环境下，短期内钢材需求端的变化及环保政策刺激对钢材价格波动影响较大；长期来看，随着供给侧改革效果的进一步体现，钢材价格有望稳中趋涨。

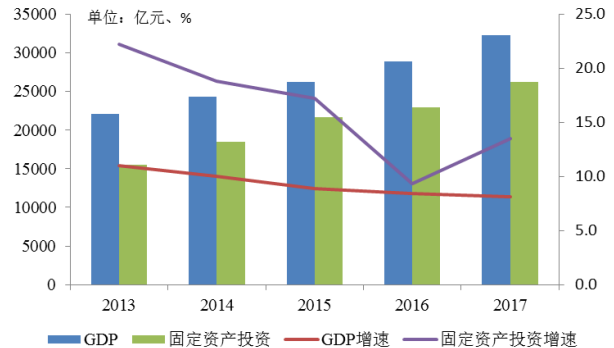
福建省区域经济及交通发展状况

福建省区域经济实力

福建省位于我国东南部沿海地区，与台湾隔海相望，经济发达、交通便利，是我国沿海大通道的重要组成部分。2009年5月6日，国务院发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，海峡西岸经济区建设提高到了国家战略的高度；2009年7月，福建省委发布福建省贯彻落实《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》的实施意见；2009年12月，《海峡西岸旅游区发展总体规划（2010-2020年）》获得通过，国家旅游局把“海峡西岸旅游区”列为“十一五”期间重点扶持的全国十二个重点旅游区之首；2012年12月，《福建省泉州市金融服务实体经济综合改革试验区总体方案》获得国务院批准；2015年4月，《中国（福建）自由贸易试验区总体方案》获国务院批准。近年来，在上述政策全部实施的环境下，福建省抓住发展机遇，实现地区经济的全面快速增长。2015~2017年，福建省分别实现地区生产总值25,979.82亿元、28,519.15亿元和32,298.28亿元，按可比价格计算（下同），2017年比上年增长8.1%。从产业结构看，2017年，福建省第一产业增加值2,442.44亿元，增长3.6%；第二产业增加值15,770.32亿元，增长6.9%；第三产业增加值14,085.52亿元，增长10.3%。三次产业结构由上年的8.2:48.9:42.9变更为7.6:48.8:43.6，产业结构进一步优化。2017年，福建省人均地区生产总值为

82,976元，比上年增长7.1%。2018年1~9月，福建省实现地区生产总值23,311.80亿元，同比增长8.3%。

图3：2013~2017年福建省GDP和固定资产投资情况



资料来源：福建省统计公报，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2015~2017年，福建省社会固定资产投资分别为21,628.31亿元、22,927.99亿元和26,226.60亿元，2017年比上年增长13.5%。其中，2017年，在固定资产投资中第一产业投资980.25亿元，比上年增长36.0%；第二产业投资8,846.49亿元，增长12.3%，其中，工业投资增长12.6%；第三产业投资16,399.87亿元，增长13.0%。基础设施投资8,705.64亿元，增长13.8%，占固定资产投资的比重为33.2%。房地产开发投资4,794.23亿元，比上年增长4.5%；其中，住宅投资3,236.51亿元，比上年增长7.9%；办公楼投资282.37亿元，比上年下降16.7%；商业营业用房投资555.87亿元，比上年下降5.9%。2017年末商品房待售面积2,079.59万平方米，比上年末增加21.09万平方米；其中，商品住宅待售面积643.78万平方米，比上年末减少210.65万平方米。2018年1~9月，福建省固定资产投资同比增长13.2%；房地产开发投资3,685.11亿元，同比增长4.1%；房屋新开工面积5,138.67万平方米，同比增长37.1%；商品房销售面积4,624.08万平方米，同比增长11.7%；房地产开发企业土地购置面积921.04万平方米，同比增长49.5%。

财政收入方面，受地区经济持续、快速增长的带动，福建省财政收入逐年增加。2015~2017年，福建省分别实现一般公共预算收入2,544.08亿元、2,654.78亿元、2,808.70亿元；其中2017年同比增长8.7%，税收收入2,053.16亿元，同比增加9.2%，

占一般公共预算收入的比重为 73.10%。支出方面，2015~2017 年，福建省分别完成一般公共预算支出 4,001.58 亿元、4,287.41 亿元、4,719.29 亿元。2018 年 1~9 月，福建省实现一般公共预算收入 2,346.84 亿元，同比增长 9.8%，一般公共预算支出完成 3,634.75 亿元，同比增长 4.6%。

总体来看，近年来福建省经济保持持续增长，财政实力不断增强，未来在国家重点支持海峡西岸经济区的政策环境下，福建省的经济建设和社会发展将迎来良好的发展机遇。

福建省交通发展概况

2017 年福建省交通运输业保持增长趋势。截至 2017 年末，福建省公路通车里程达 10.80 万公里，比上年增长 1.2%，其中海西高速公路网通车里程 5,227.75 公里，同比增长 4.1%。同期，全省汽车保有量 558.23 万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长 12.8%，其中私人汽车保有量 492.88 万辆，增长 12.9%。2017 年，福建省完成货运量 13.23 亿吨，比上年增长 9.9%，货物周转量 6,785.16 亿吨公里，增长 11.7%；完成客运量 54,117.63 万人，比上年下降 0.2%，旅客周转量 1,086.22 亿人公里，增长 10.0%；同期，实现交通运输、仓储和邮政业增加值 1,889.68 亿元，比上年增长 8.3%。

区域路网规划方面，为贯彻落实新颁《国家公路网规划（2013 年-2030 年）》，进一步发挥高速公路在福建省全面建成小康社会，全面实施《海峡西岸经济区规划》，推动建设中国（福建）自由贸易试验区、21 世纪海上丝绸之路核心区、福州新区、福厦泉国家自主创新示范区、国家生态文明试验区，支持平潭综合实验区加快开放开发，2015 年福建省启动全省高速公路网规划修编工作。2017 年 1 月 10 日，福建省政府正式批复福建省高速公路网规划（2016~2030 年），修编后的福建省高速公路网格局为“六纵十横”，总规模由之前规划的 6,100 公里增加至 6,984 公里。其中，国家高速公路 4,138 公里，省级高速公路 2,846 公里，路网规模明显扩大，路网效应增强及区域经济平稳发展也将带动省内车流量及通行费分配收入的增加。福建省将与长江三角洲、珠江三角洲及周边区域各形成至少 5 条

以上高速公路出口通道，实现省内重要经济区之间、相邻设区市之间高速公路便捷相连，乡镇、县城快速通达高速公路，形成以福州、厦门、泉州三大中心城市辐射省域其他设区市的快速通道，山区设区市 3 小时内到达沿海主要城市及主要港口。

表 3：福建省高速公路规划（2016~2030 年）

		单位：公里
项目名称	公路线说明	规划规模
	国高“沈（阳）海（口）线”福鼎至诏安	670
	支线 8 条：福州联络线、福州南接线、福清渔溪至平潭、福州机场第二通道、同安至招银、漳州北连接线、古雷至平和、东山联络线	262
	国高“宁（波）东（莞）线”福鼎至诏安	664
	支线 4 条：寿宁至福安、福州机场路、安溪至南安、平和至广东梅州	160
六纵	福州至厦门	267
	支线 5 条：福清至平潭、南安至惠安、晋江至长泰、秀屿至永春、翔安机场路	376
	政和杨源至永定	436
	支线 1 条：龙岩东联络线	20
	国高“长（春）深（圳）线”松溪至武平	453
	支线 2 条：三明南北联络线、古田至上杭	45
	浦城至武平	421
	国高“宁（德）上（饶）线”宁德至武夷山段	312
	宁德至光泽	317
	国高“（北）京台（北）线”浦城至福州段	400
	国高“福（州）银（川）线”福州至邵武段	304
	国高“莆（田）炎（陵）线”莆田至建宁	393
十横	支线：大田广平至安溪官桥	128
	国高“泉（州）南（宁）”泉州至宁化段	328
	支线：清流至三元	25
	武夷新区至厦门（含国高沙厦线）	336
	国高“厦（门）蓉（成都）线”厦门至长汀	277
	漳州至永安	145
	漳州至武平	245
合计		6,984

资料来源：福建省交通运输厅，中诚信证评整理

此外，2017 年 11 月 22 日，福建省发改委公布《关于印发实施福建省中长期铁路网规划的通知》，建议规划 5 条高速铁路、4 个快速铁路项目、1 条普速铁路、4 条港口后方铁路通道，中长期内形成“三纵六横”的铁路网格局。由于城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等

优点，具有较强的客流吸引力，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，福建省路网规模的扩大及汽车保有量的增长，为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇，但铁路规模的扩大预计将会对高速公路造成一定分流影响。

厦门市区域经济及交通发展状况

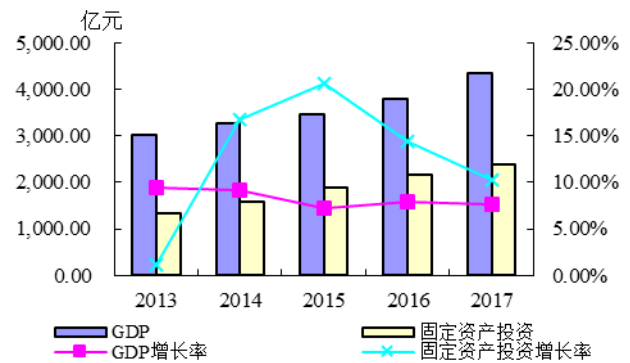
厦门市区域经济

厦门市位于福建省东南部，是福建省下辖的副省级城市，也是我国 5 个计划单列市之一，享有省级经济管理权限。厦门市的主体—厦门岛南北长 13.7 公里，东西宽 12.5 公里，面积约 132.5 平方公里，是福建省第四大岛屿。截至 2017 年末，厦门市陆地面积 1,699.39 平方公里，海域面积 390 多平方公里，城市建成区面积 334.64 平方公里；常住人口 401 万人。

依托良好的区位以及政策优势，厦门市对外贸易起步较早、机械和电子产业有良好的基础、先进制造业及现代服务业发展迅速，整体经济发展水平较高。2015~2017 年，厦门市地区生产总值分别达到 3,466.01 亿元、3,784.25 亿元和 4,351.18 亿元，分别比上年增长 7.2%、7.9%和 7.6%。2017 年，厦门市第一产业增加值 23.23 亿元，比上年增长 2.1%；第二产业增加值 1,815.92 亿元，比上年增长 7.2%；第三产业增加值 2,512.03 亿元，比上年增长 7.9%。从产业结构看，三次产业结构由 2015 年的 0.7:43.5:55.8 调整为 2017 年的 0.5:41.7:57.7，第三产业所占比重进一步上升。

2018 年 1~9 月，厦门市地区生产总值 3,297.75 亿元，较去年同期增长 7.6%，三次产业结构 0.5:41.5:58.0，第三产业占比在提高，位居福建全省九地市的首位，产业结构在持续优化、重点服务业新动能加快成长。

图4：2013~2017年厦门市GDP总量及增长率



资料来源：2013~2017年厦门市国民经济和社会发展统计公报

近年来，厦门市固定资产投资保持了较大的投资力度但增速有所下滑，2015~2017 年厦门市分别实现固定资产投资 1,896.52 亿元、2,159.81 亿元和 2,381.46 亿元，分别同比增长 20.6%、14.4%和 10.3%，其中房地产投资分别为 704.06 亿元、774.07 亿元和 879.86 亿元，分别比上年增长 32.4%、9.9%和 14.9%。2018 年 1~9 月，厦门市固定资产投资较上年同期增长 11.7%。

从对外贸易来看，2017 年，厦门市实现外贸进出口总值 5,816.04 亿元，比上年增长 14.3%，其中出口 3,253.65 亿元，增长 5.2%；进口 2,562.39 亿元，增长 28.3%；贸易顺差 691.26 亿元，下降 37.0%。民营企业进出口总值 2,113.09 亿元，增长 6.1%，其中出口 1,542.36 亿元，增长 2.6%，进口 570.73 亿元，增长 16.5%；外资企业进出口总值 2,318.86 亿元，增长 13.6%，其中出口 1,344.92 亿元，增长 11.0%，进口 973.94 亿元，增长 17.5%。2017 年，厦门市一般贸易进出口总值 3,785.92 亿元，增长 16.2%，其中出口 2,034.23 亿元，增长 2.6%，进口 1,751.69 亿元，增长 37.1%；对台进出口贸易总值 387.93 亿元，增长 8.4%，其中对台出口 94.71 亿元，增长 4.2%，进口 293.22 亿元，增长 9.9%。

对外贸易在厦门市经济结构中一直占有重要的地位，同时制造业也有较好的基础。从制造业来看，2017 年，厦门市实现规模以上工业增加值 1,437.16 亿元，增长 8.1%，占全市地区生产总值的 33.0%。截至 2017 年末，全市规模以上工业企业 1,726 家，实现规模以上工业总产值 5,914.97 亿元，其中产值超亿元的企业 678 家，实现工业产值 5,432.25 亿元，占全市规模以上工业总产值的

91.8%。规模以上工业中，重工业实现增加值 947.13 亿元，比上年增长 9.7%；轻工业实现增加值 490.03 亿元，增长 5.2%，重工业与轻工业之比为 1.93:1。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业 846 家，占全市规模以上工业企业数的 49.0%，实现工业产值 4,031.27 亿元，占全市规模以上工业的 68.2%。电子行业实现产值 2,232.38 亿元，增长 12.8%；机械行业实现产值 1,798.89 亿元，增长 10.5%。2017 年，厦门市新增国家高新技术企业 200 家左右，规上高新技术产业增加值占规上工业 67.9%，全社会研发投入占 GDP 比重达 3.11%。2018 年 1~9 月，厦门市规模以上工业增加值 1,191.59 亿元，增长 8.8%，其中高新技术产业实现增加值 813.52 亿元，增长 10.0%，比规模以上工业平均增速高 1.2 个百分点，占规模以上工业的比重为 68.3%。

财政方面，随着厦门经济的发展，厦门的一般公共预算收入有所增加，但税收收入占比略有下降。2015~2017 年，厦门市一般公共预算收入分别为 606.1 亿元、647.9 亿元、696.8 亿元，同期，税收收入分别为 495.3 亿元、528.0 亿元、563.4 亿元，税收在同期一般公共预算收入的占比分别为 81.73%、81.49%、80.86%。2018 年 1~9 月，厦门市一般公共预算为 620.6 亿元，较去年同期增长 11.5%。

基金预算收入方面，近年来，基金预算收入存在一定波动，2015~2017 年，厦门市政府性基金预算收入分别为 360.2 亿元、464.1 亿元、453.5 亿元。

表 4：2015~2017 年厦门市财政收支情况

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
一般公共预算收入	606.1	647.9	696.8
其中：税收收入	495.3	528.0	563.4
政府性基金收入	360.2	464.1	453.5
一般公共预算支出	652.1	761.2	811.9
政府性基金支出	306.4	448.6	491.2
财政平衡率	92.9%	85.1%	85.8%

资料来源：厦门市国民经济和社会发展统计公报，财政决算报告

财政支出方面，近年来厦门市一般公共预算支出大幅增加。2015~2017 年，厦门市一般公共预算支出分别为 652.1 亿元、761.2 亿元、811.9 亿元。

其中，2017 年教育支出 126.52 亿元，增长 16.0%；社会保障和就业支出 57.53 亿元，增长 17.3%；医疗卫生与计划生育支出 54.50 亿元，增长 9.6%。2018 年 1~9 月，厦门市一般公共预算支出 637.6 亿元，较去年同期增长 11.4%。政府性基金预算支出方面，厦门市的政府性基金预算支出亦呈大幅增加态势。2015~2017 年，厦门市的政府性基金预算支出分别为 306.4 亿元、448.6 亿元和 491.2 亿元。

总体看来，厦门市地理位置优越，经济发展态势良好，产业结构不断优化升级，持续增强的经济实力为厦门市基础设施建设企业的发展提供了良好的外部环境，经济活力较强。

厦门市区域交通发展状况

厦门市全市总面积 1,565 平方公里，其中厦门市的主体——厦门岛面积 132.5 平方公里。目前厦门市出岛道路主要有厦门大桥、海沧大桥、杏林大桥、集美大桥，2010 年 4 月通车的翔安海底隧道也是厦门市重要的出岛通道之一。

图 5：厦门市出岛通道示意图



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2017 年厦门市 34 个市重点交通在建项目年度完成投资 86.94 亿元，先后建成通车新阳大桥两端立交、灌新路（新阳大道-海翔大道）、集灌路（集美北大道-国道 324 线）、同集路提升改造工程、省道 206 线莲花水库改线工程等项目，“两环八射”全线外环基本贯通，第二西通道海沧侧开挖至海域段，先行开工第二东通道预制场工程。

区域交通网络的完善，使得厦门旅客和货物运输周转量有所增加。2017 年厦门市旅客运输量 1.01

亿人次，同比增长 5.3%，旅客运输周转量 468.55 亿人公里，同比增长 18.7%；货物运输量 3.03 亿吨，货物周转量 1,830.79 亿吨公里，同比增长 11.9%。2017 年，厦门市港口货物吞吐量 2.11 亿吨，同比增长 1.0%；港口集装箱吞吐量 1,038.14 万标箱，同比增长 8.0%。

固定资产投资方面，2017 年，厦门市交通运输行业全年累计完成固定资产投资达 536.68 亿元，同比增长 7.32%，超额完成年度 450 亿元的目标任务，其中公路（含轨道）建设 347.14 亿元、港口建设 20.53 亿元、航空投资 154.92 亿元、铁路建设 0.31 亿元、邮政物流仓储 12.47 亿元和省属反馈 1.3 亿元。

根据《厦门市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，厦门市将推进现代化综合交通运输体系建设，具体而言，在路桥建设方面，厦门市在“十三五”期间计划建成第二西通道、翔安机场快速路南段、国道 324 改线、灌新路、集灌路等快速路网在建工程，启动翔安机场快速路北段、第二东通道、跨环东海域通道、厦门环线（同翔大道）、溪东路、机场迎宾大道等项目，改造高快速路、国省道 220 公里工程，基本建成海西高速公路网和“环湾放射”城市快速路骨架路网。

总体而言，厦门市经济持续发展带动了全市路桥等交通基础设施建设的需求，不断增强的地方财政实力为全市路桥等基础设施建设奠定了良好的经济基础。与此同时，物流、客流的快速增长为厦门市交通建设创造了有利的外部环境。

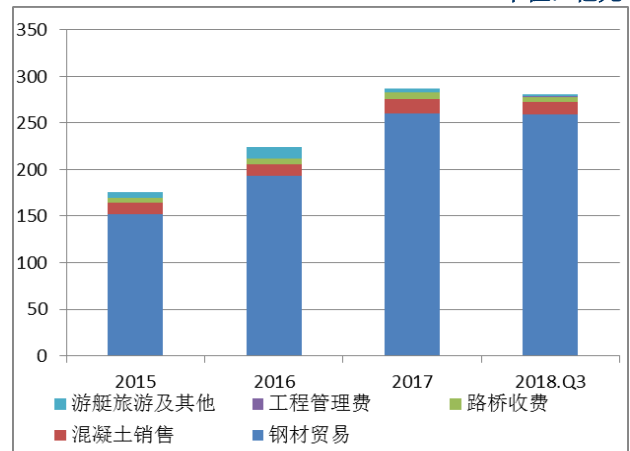
业务运营

公司是厦门市政府交通基础设施领域最重要的投资建设主体之一，目前除主要从事路桥收费、工程代建等与路桥相关的业务外，同时经营钢材贸易、混凝土销售、游艇旅游等其他业务。近年来，公司钢材贸易量增长推动钢材贸易收入不断增长，带动公司整体营业收入不断增长，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司营业收入分别为 175.38 亿元、223.98 亿元、287.30 亿元和 280.88 亿元。收入结构方面，公司收入主要来自钢材贸易，2017 年钢材贸易、混凝土销售、路桥收费及工程管理费在营业总

收入中占比分别为 90.48%、5.40%、2.44% 和 0.19%。

图 6：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司收入构成

单位：亿元



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

路桥收费业务

公司目前运营的路桥资产主要为“四桥一隧道”及厦漳高速（厦门段）、厦成高速（厦门段），其中，“四桥”是厦门市四条出岛大桥——海沧大桥、厦门大桥、杏林大桥和集美大桥，“一隧道”为翔安海底隧道，通车里程合计 60.88 公里。“四桥一隧道”构成了目前厦门岛的全部出岛通道，主要服务进出岛的车辆，路桥收费稳定性较高，但增长空间有限。收费政策方面，2007 年 2 月 27 日，厦门市交通委员会发布了《〈厦门市贷款道路（公路）车辆通行费征收管理办法实施细则〉补充规定（二）》的通知，自 2007 年 1 月 1 日起，降低全市大吨位货车和挂车、水泥搅拌车、槽罐车、吊车等特种车辆的年费标准。2007 年 5 月 9 日，福建省政府发布了《关于印发福建省高速公路载货类汽车计重收取车辆通行费实施方案的通知》，禁止超限 30% 以上的车辆进入高速公路。2009 年，福建省执行计重收费政策，在很大程度上增加了货车单车收费收入，但对货车车流量有一定的挤出效益。计重收费实施以来，超载货车数量显著降低，超载造成的道路损害现象得到抑制，高速公路日常养护成本有所降低。从长期来看，计重收费有利于高速公路运营公司增加收入减少成本，提高公司的整体盈利能力。但计重收费标准的确认和调整由政府决定，具有一定的政策不确定性。

表 5：福建省高速公路计重收费标准

车货总重	费率
正常装载	10 吨以下（含 10 吨）部分 按基本费率 0.09 元/吨公里收
	10 吨以上至 40 吨（含 40 吨）部分 按 0.09 元/吨公里线性递减到 0.045 元/吨公里计收
	超过 40 吨部分 按 0.045 元/吨公里计收
超过公路承载能力	超过 30% 以下（含 30%） 按正常装载货车的基本费率计重收取车辆通行费
	超过 30% 禁止进入高速公路。对违法进入高速公路行驶的，除按治超的有关规定严肃处理外，按基本费率的 3 倍线性递增至 6 倍计征

资料来源：《关于印发福建省高速公路载货类汽车计重收取车辆通行费实施方案的通知》，中诚信证评整理

从通行费的收取形式来看，“四桥一隧道”收费有年费和非年费两种收费形式，以年费为主，其中年费收入均纳入公司主营业务收入，而非年费收入的处理方式则不同，其中厦门大桥和海沧大桥的非年费收入也纳入公司收入，但集美大桥、杏林大桥以及翔安海底隧道的非年费收入则全部上缴市财政。由于年费形式具有较好的成本节约优势和便捷性，预计未来年费形式仍将保持主导地位。厦漳高速（厦门段）全部通行费收入都归属公司所有；厦成高速（厦门段）于 2015 年 2 月建成通车并开始征收通行费，经营性质尚未经厦门市财政局正式发文明确，目前分配给公司的通行费收入部分按公司对该高速公路实际支付的管养费用的金额确认营业收入，剩余部分则计入递延收益。

表 6：厦门市车辆通行年费标准

项目	具体内容
年费标准	机动车辆年费按 660 元/年 吨计征，小于等于 1 吨的按 1 吨计征，大于 1 吨的小数位吨位不足 0.5 吨的按 0.5 吨计征，超过 0.5 吨的按 1 吨计征。其中厦门市小于等于 7 座的出租车和私家小客车按 396 元/年 辆计征。
年费征收方式	1、客车每 10 座折算为 1 吨，卧铺车的 1 个床位按普通客车的 1.5 个座位计征。 2、货车按核定装载吨位计征，10 吨以上 20 吨及以下的部分按二分之一计征，超过 20 吨以上 40 吨及以下的部分按四分之一计征，超过 40 吨以上的部分不予计征。 3、不能载客、载货的机动车辆，按其自重（包括固定装置）吨位折半计征。

数据来源：厦门市贷款道路（公路）车辆通行年费网，中诚信证评整理

2018 年 9 月，厦门市交通运输局正式对外发布

《关于调整厦门市车辆通行费征收方式的通告》，厦门市机动车辆通行费原采用通行年费制的缴交方式，将调整为机动车辆用户可自主选择通行年费或通行次费的缴交方式，调整后，通行年费、通行次费征收标准及相关优惠政策保持不变。此外，经由厦门岛进出通道的外地车辆，执行原缴费方式不变。新征收方式自 2018 年 9 月 26 日零时起实行。新征收方式短期内对公司路桥收费收入影响有限。

近年来，公司路桥业务收入整体上呈现稳步上升的态势，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月分别为 5.66 亿元、6.19 亿元、7.02 亿元和 5.43 亿元，主要来源于“四桥一隧道”的年费收入、厦漳高速通行费收入、厦门大桥与海沧大桥的非年费收入，及按厦成高速公路厦门段实际支付的管养费用金额确认的营业收入。其中，厦成高速厦门段于 2015 年实际收到分配的通行费 5,675.14 万元，依据所支付的管养费成本确认相应的营业收入 2,544.22 万元，余额计入递延收益；2016 年厦成高速厦门段实际收到分配的通行费 7,743.70 万元，依据所支付的管养费成本以及 2015 年计入递延收益的 3,130.92 万元确认收入，当期确认营业收入 10,874.62 万元；2017 年厦成高速实际收到分配的通行费 8,410.44 万元，依据所支付的管养费等支出全部确认营业收入；2018 年 1~9 月厦成高速实际收到分配的通行费 5,821.31 万元，依据所支付的管养费等支出确认相应的营业收入 3,452.27 万元，余额 2,369.04 万元暂挂递延收益。由于年费收入对本市籍车辆征收，不依赖于车流量的变化，未来增长主要依赖于厦门市汽车机动车保有量的增长及年费收取标准的提升，而厦漳高速、厦成高速通行费收入的增长则主要依赖于车流量的自然增长，整体收费路桥业务增长空间较小。

表 7：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司路桥业务主要情况

单位：公里、年、亿元、万辆

路段名称	通行里程	剩余收费年限	2015		2016		2017		2018.1~9	
			通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量
厦门大桥	2.07	11	0.21	3.59	0.20	3.56	0.18	3.87	0.15	4.32
海沧大桥	6.99	11	0.18	6.86	0.19	7.53	0.20	7.59	0.17	7.99
过桥费年费	-	-	3.33	-	3.27	-	4.19	-	3.54	-
厦漳高速厦门段	11.85	8	1.37	2.41	1.44	2.01	1.61	2.87	1.23	3.21
厦成高速厦门段	18.00	12	0.57	1.42	0.77	2.97	0.84	2.63	0.58	2.91
集美大桥	5.44	5	0.17	4.16	0.20	4.20	0.21	4.09	1.00	3.97
杏林大桥	8.53	5	0.23	4.32	0.19	4.50	0.28	5.05	0.14	5.38
翔安隧道	8.00	7	0.27	4.05	0.28	4.60	0.26	4.61	0.13	4.73
合计	60.88	-	6.33	-	6.54	-	7.77	-	6.94	-

注：1、集美大桥、杏林大桥及翔安隧道的非年费收入不计入公司收入；

2、上表中厦成高速厦门段的通行费收入为公司实际收到分配的通行费，同计入财务报表中的营业收入存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

路桥养护方面，公司采用以日常养护为主的策略，对高速公路和桥梁进行定期、不定期检查，并根据检查结果进行预防性修补，从而减少高速公路和桥梁的大中修次数。“四桥一隧道”的管养费用由公司从收取的通行费进行支付，若存在资金缺口，由厦门市财政补足；厦漳高速公路厦门段为公司自营性项目，其管养费用从公司收取的通行费进行支付；厦成高速公路厦门段尚未确定经营性质，其管养费用从该资产所获分配的通行费中支付。

总体来看，随着区域经济的稳定发展及运营高速公路车流量的自然增长，公司路桥业务保持增长，但受限于服务区域及收费结构等因素，路桥收费规模未来增长空间有限，且运营路产收费标准的调整由地方政府决定，公司不具备自主权，路桥业务面临一定政策性风险。

工程代建业务

作为厦门市最重要的交通基础设施投资建设主体，公司工程代建业务主要是接受厦门市政府及其他业主单位的委托建设项目，对于无经营现金流入的政府类代建项目，其建设资金全部由市政财政解决，公司无需垫付资金；有经营现金流入的政府类代建项目，由厦门市财政按总投资的一定比例拨付项目资本金，其余部分由公司向银行申请项目贷款，项目贷款到期本息亦由厦门市财政局承担，但

自 2011 年公司退出地方政府融资平台以来，公司已逐步不再为代建项目融资；其他非政府类代建项目，公司根据工程进度直接向业主单位申请项目进度款。对于上述 3 类代建项目，公司均采取收取建设管理费的盈利方式。代建项目完工验收合格后，公司将其移交给相应项目管养接收单位投入使用，如厦门市公路局、厦门市园林局等。账务处理方面，公司将收到政府拨付的用于代建工程的款项计入预收账款、将为代建工程融资的款项则计入长期借款，并将支付的工程款计入“存货-代建工程开发项目”科目，工程项目完工并办理竣工财务决算后，预收账款、长期借款和存货进行对冲核销。

公司根据厦门市财政局的规定计提管理费，根据厦门市财政局下发的厦财建（2017）80 号文《关于调整建设单位管理费计取标准有关事项的通知》¹，目前公司管理费计提标准为：（1）基本市政基础设施项目管理费分段计取标准为：1,000 万元及以下部分为 3%，1,000 万元以上至 5,000 万元（含）部分为 2.7%，5,000 万元以上至 1 亿元（含）部分为 2.1%，10,000 万元以上至 50,000 万元部分为 1.2%，50,000 万元以上部分为 1%；（2）清淤及吹填造地管理费分段计取标准为：30,000 万元及以下

¹ 项目概算批复时间在 2017 年 9 月 1 日后的，按此文件执行，在此之前的按原文件规定执行。

部分为 1.2%，30,000 万元以上至 80,000 万元部分为 0.8%，80,000 万元以上部分为 0.4%；(3) 大型桥梁隧道项目管理费分段计取标准为：5,000 万元及以下部分为 2.7%，5,000 万元以上至 10,000 万元（含）部分为 2%，10,000 万元以上至 50,000 万元（含）部分为 1.6%，50,000 万元以上至 200,000 万元（含）部分为 1.2%，200,000 万元以上部分为 0.8%；(4) 重特大项目（投资 100 亿元以上）采取一事一议形式，由建设单位提供测算资料，财政部门审核后报市政府批准；(5) 勘察设计及设备购置按实际发生费用的 1% 计取。公司建设管理费通常情况下按季提取，其中建安投资的管理费比例为 0.4%~3%，勘察设计投资、设备购置的管理费比例为 1%。受工程进度影响，公司工程代建管理费收入存在一定波动，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司工程代建管理费收入分别为 0.41 亿元、0.31 亿元、0.56 亿元和 0.13 亿元。公司工程代建业务的资金需求较大，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司

取得财政拨款资金分别为 35.67 亿元、53.54 亿元、39.31 亿元和 48.37 亿元，取得其他业主拨款分别为 8.45 亿元、26.01 亿元、16.42 亿元和 3.92 亿元。

表 8：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月财政性资金使用情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.1~9
来源 财政拨款资金	35.67	53.54	39.31	48.37
其他业主拨款	8.45	26.01	16.42	3.92

注：其他业主拨款性质为财政性资金
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年 9 月末，公司在建代建项目包括厦门新机场（大小嶝造地工程）、第二西通道、厦门高集海堤开口改造工程等 12 个工程，总投资规模达 423.83 亿元，截至 2018 年 9 月已完成投资 208.08 亿元，仍需投资 215.75 亿元。公司计划于 2018 年 10~12 月投资 14.84 亿元，计划于 2019~2021 年分别投资 44.92 亿元、32.59 亿元和 21.55 亿元。

表 9：截至 2018 年 9 月末公司主要在建的代建项目情况

单位：亿元

项目名称	规划总投资	财政或业主出资比例	已完成投资	2018.10~12 月拟投入	2019 年计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
厦门新机场（大小嶝造地工程）	220.38	100%	120.69	8.91	20	15	10
翔安机场快速路南段（翔安南路-大嶝段）	13.19	100%	10.56	0.13	2.49	0	0
翔安机场快速路大嶝岛段	31.37	100%	3.71	0.34	3.8	0.75	0
第二西通道	56.48	30%	35.61	1.48	8	8	3.39
第二西通道本岛端接线	6.94	100%	6.68	0.06	0.2	0	0
环岛路（鳌山路-高殿二号路段）	7.78	100%	6.96	0.13	0.4	0	0
同翔大道（沈海高速-洪新路）	8.26	100%	6.33	1.03	0.9	0	0
同翔大道（洪新路-同新路段）	3.1	100%	1.7	0.63	0.73	0.04	0
厦门高集海堤开口改造工程	33.69	100%	14.75	0.1	1.7	0.4	0.3
芦澳路（马青路-翁角路段）	8.9	100%	0.16	0.24	1	2	2.2
海沧疏港通道工程	26.46	100%	0.41	1.59	3	5	5.5
翔安南部莲河片区（东园地块）造地二期工程	7.28	100%	0.52	0.2	2.7	1.4	0.16
合计	423.83	-	208.08	14.84	44.92	32.59	21.55

注：翔安机场快速路大嶝岛段，目前只有 B1 标开工建设，投资额约 8.6 亿元，计划 2020 年完工，B2 标受机场立项影响，开工时间暂时无法确定。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2018 年 9 月末，公司拟建的代建项目包括翔安机场快速路北段（沈海高速至翔安南路）、第二东通道、福厦高铁预留通道（梧

侣路）等 3 个工程，总投资规模达 156.4 亿元，公司计划于 2018 年 10~12 月投资 3 亿元，计划于 2019~2021 年分别投资 15.23 亿元、13.48 亿元和

11.14 亿元。

表 10: 截至 2018 年 9 月末公司拟建项目投资计划

单位: 亿元

项目名称	规划总投资	2018.10~12 月拟投入	2019 年计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
翔安机场快速路北段（沈海高速至翔安南路）	27.5	3	7.13	9.98	7.14
第二东通道	122	0	8	3	3
福厦高铁预留通道（梧侣路）	6.9	0	0.1	0.5	1
合计	156.4	3	15.23	13.48	11.14

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司工程代建业务稳步推进, 项目性质主要为政府公益性建设项目, 建设资金均由委托方承担, 公司面临的资本支出压力较小, 但该业务只能提取少量的管理费, 收入规模很小。

建筑材料业务

钢材贸易

公司的钢材销售业务主要由厦门路桥工程物资公司（以下简称“物资公司”）经营, 物资公司拥有逾 20 年的钢材贸易业务经营经验, 系厦门市最大的钢铁贸易企业之一。目前钢材贸易业务除福建地区外, 已经遍布华东地区（上海、南京、杭州、

无锡、宁波等）、华北地区（天津）、华中地区（武汉）、西南地区（重庆、成都）等地, 其中华东和福建是公司最主要的销售区域, 2017 年两地销售收入合计占公司销售总额的 82.81%。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 公司钢材销售量分别为 648.81 万吨、750.00 万吨、719.34 万吨和 653.99 万吨, 分别实现销售收入 152.55 亿元、193.23 亿元、259.96 亿元和 259.14 亿元。具体看, 尽管 2017 年钢材销售量小幅下滑, 在钢材价格的回暖的带动下, 当年公司钢材贸易收入实现较快增长; 2018 年前三季度, 随着华东地区市场的拓展, 上海地区钢材贸易量大幅增长, 拉动钢材贸易销售收入大幅增长。

表 11: 2015~2017 年及 2018 年 1-9 月公司钢材贸易情况

单位: 万吨、万元

项目	2015		2016		2017		2018.1~9	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
福建	191.26	530,969	245	722,044	251.23	995,433.42	187.07	840,250.97
其中: 政府基础设施建设采购用	3.03	8,438	12	28,101	6.00	17,175.00	6.95	27,847.50
华东	383.00	814,343	408	945,237	346.21	1,157,261.11	372.63	1,371,401.77
西南	45.05	109,426	45	116,758	45.90	164,210.34	20.65	84,464.58
华北	29.50	70,777	52	148,304	76.00	282,727.00	73.63	295,254.07
合计	648.81	1,525,516	750	1,932,343	719.34	2,599,631.87	653.99	2,591,371.39

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

采购方面, 物资公司主要实行以销定购的方式, 根据客户需求实施采购。公司与国内大型钢厂建立了长期的合作关系, 是本钢、日照、华菱、鞍钢、营口钢铁、沙钢、济钢、三钢、三宝等钢厂的一级代理商, 确保了物资公司备有充足且成本较低的资源。物资公司以向钢厂采购为主, 市场采购为辅, 向钢厂采购多是采用预付款项模式, 以现款及银行承兑汇票预付货款; 向市场采购均为货到付款

模式, 结算方式基本使用现款结算, 个别使用银行承兑汇票。2018 年 1~9 月钢材贸易前五大供应商采购金额达 122.78 亿元, 占当期总采购金额的 44.58%。

表 12: 2018 年 1~9 月公司钢材贸易前五大供应商采购情况

单位: 万元		
供应商名称	采购金额	在总采购金额中占比
福建三宝钢铁有限公司	313,295.52	11.37%
营口丝路贸易有限公司	305,942.56	11.11%
方大特钢科技股份有限公司	252,395.68	9.16%
福建三宝特钢有限公司	223,630.06	8.12%
福建三钢集团	132,543.97	4.81%
合计	1,227,807.79	44.58%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 物资公司从上述钢厂或贸易公司采购钢材后, 通过各地的分公司销往下级经销商或终端客户。销售客户方面, 厦门地区销售的一部分用于厦门市城市基础设施建设, 具有较好的销售保障; 其余地区则采取了市场化的销售方式。结算方面, 销售主要有 2 种收款方式, 第一种是现款模式 (约占八成), 采用预收全款后发货, 毛利率约为 1.5%; 第二种是赊销销售 (约占两成), 即先发货再收款, 信用期多为 60~90 天, 毛利率约为 5%。结算方式多是收取现款, 个别客户若用银行承兑汇票付款, 物资公司将加收贴息费用。公司目前的主要客户有上海宝旺实业有限公司、南昌市成顺实业有限公司、上海找钢网信息科技股份有限公司等, 2018 年 1~9 月, 公司钢材贸易前五大客户销售额在总销售额中占比为 16.18%。

表 13: 2018 年 1~9 月公司钢材贸易前五大客户销售情况

单位: 万元		
供应商名称	采购金额	在总采购金额中占比
上海宝旺实业有限公司	155,520.20	6.00%
南昌市成顺实业有限公司	92,078.78	3.55%
中国建筑第四工程局有限公司	65,583.79	2.53%
六建集团	58,511.11	2.26%
上海找钢网信息科技股份有限公司	47,546.81	1.83%
合计	419,240.69	16.18%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

风险控制方面, 在赊销模式中, 物资公司通过严格的风险管理流程, 对客户进行周密分析, 在确保客户风险可控的情况下才展开赊销。在赊销过程中, 利用客户对物资公司依赖度大的特点, 一方面必须保证较高的单位利润, 另一方面, 对于滞

后回款的客户, 物资公司收取较高幅度的加价, 以保证较好的利润率。合作过程中, 一旦出现风险增大的情况, 物资公司将及时采取诉讼等各类催款措施, 确保应收账款的安全回收。

混凝土业务

混凝土业务方面, 公司通过控股子公司厦门路桥翔通股份有限公司 (以下简称“翔通公司”) 生产销售混凝土。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 翔通公司销售混凝土分别为 283.95 万立方米、325.02 万立方米、389.62 万立方米和 311.44 万立方米, 分别实现销售收入 11.71 亿元、12.20 亿元、15.50 亿元和 13.60 亿元, 公司销售的混凝土用于厦门市的基础设施占比分别为 12.98%、24.61%、19.44% 和 32.25%, 占比较小。

表 14: 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司混凝土销售情况

单位: 万立方米、亿元				
年度	销量	销售收入	厦门市基础设施建设采购占比	毛利率
2015	283.95	11.71	12.98%	18.83%
2016	325.02	12.20	24.61%	17.09%
2017	389.62	15.50	19.44%	13.23%
2018.Q3	311.44	13.60	32.25%	11.75%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2017 年翔通公司新收购了 4 个混凝土搅拌站, 目前翔通公司共有 10 个搅拌站, 其中 4 个位于厦门, 5 个位于漳州, 1 个位于泉州。混凝土的销售半径一般为 50 公里, 且通常需在生产后的 4~5 小时内销售完毕。基于混凝土的特殊性, 公司实行以销定产的销售方式, 近几年的产销率均为 100%。

采购方面, 翔通公司混凝土原材料的主要供应商为厦门和源诚贸易有限公司、厦门顺磊建材有限公司、福建八骏建材有限公司、漳州路桥物资发展有限公司莆田和市涵江区顺信建材经营部等, 2018 年 1~9 月前五大供应商采购额占比 44.84%。

表 15：2018 年 1~9 月混凝土业务前五大供应商采购情况

单位：万元、%			
供应商名称	主要采购产品	采购金额	占比
厦门和源诚贸易有限公司	水泥	13,978.85	13.76
厦门顺磊建材有限公司	砂/碎石	13,411.88	13.20
福建八骏建材有限公司	水泥	8,947.54	8.81
漳州路桥物资发展有限公司	矿粉	5,155.66	5.07
莆田市涵江区信逸建材经营部	碎石	4,063.27	4.00
合计		45,557.20	44.84

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，翔通公司的主要客户为中建海峡建设发展有限公司、中铁隧道股份有限公司、中国建筑第七工程局有限公司、上海宝冶集团有限公司和中泛建设集团有限公司等，2018 年 1~9 月前五大客户销售额占比 19.05%。结算方面，公司与上游供应商每月结算一次，与下游客户月结 85%、剩余货款待项目结构封顶 3~6 个月内支付。

表 16：2018 年 1~9 月混凝土业务前五大客户销售情况

单位：万元			
供应商名称	主要采购产品	采购金额	占比
中建海峡建设发展有限公司	商品砼	9,043.56	6.65%
中铁隧道股份有限公司	商品砼	5,557.76	4.09%
中国建筑第七工程局有限公司	商品砼	4,140.16	3.04%
上海宝冶集团有限公司	商品砼	3,657.51	2.69%
中泛建设集团有限公司	商品砼	3,496.39	2.57%
合计		25,895.38	19.05%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，翔通公司利用自身的技术优势及品牌效应，积极推行各区域混凝土协会的带头作用，同时大力开发新客户和潜在客户，取得了厦门地铁工程、海峡金融中心、厦门机场 T4 航站楼等一系列大型交通工程和城市综合体项目的混凝土销售订单，未来翔通公司在混凝土贸易方面的竞争实力有望得到进一步提升。

总体来看，钢材贸易和混凝土销售业务受投资需求影响较大，2017 年以来市场环境有所回暖，公司钢材贸易和混凝土销售业务均实现增长，但目前宏观经济增速放缓，市场的阶段性回暖是否具有持续性尚待观望，公司建筑材料业务仍面临一定市场

波动风险。

其他业务

公司在经营路桥收费、工程代建、建筑材料业务的同时，也开展游艇旅游、道路、桥梁景观和城市景观设计以及其他业务。公司游艇服务及其他业务收入主要包括 BT 项目收入、游艇服务收入、景观设计收入以及其他建筑材料销售收入，受 BT 项目建设及回款周期影响，其他业务收入波动较大，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，收入规模分别为 5.36 亿元、12.04 亿元、4.25 亿元和 2.57 亿元。

BT 业务方面，公司子公司漳州五缘投资建设发展有限公司和漳州五缘江东大桥开发有限公司承接了两个 BT 项目，即迎宾路道路改造工程和新江东大桥建设工程。迎宾路道路改造工程概算投资为 5.53 亿元，包括建安投资 4.03 亿元和代垫款 1.5 亿元（其中代垫款为公司替业主垫付的前期费用及管线费用，收取相应利息），业主为漳州市城市建设投资开发有限公司，项目于 2012 年 8 月开工建设，于 2013 年 2 月通过竣工预验收并进入回购期，2014 年 1 月通过竣工验收，截至 2018 年 9 月末回款总额为 5.98 亿元。新江东大桥建设工程项目总投资为 8.34 亿元，包括建安投资 7.04 亿元和代垫款 1.3 亿元，业主为漳州市交通运输发展集团有限公司，项目于 2013 年 5 月开工，2016 年 1 月完工并进入回购期，截至 2018 年 9 月末已回款 10.61 亿元。为控制公司 BT 业务风险，上述两个项目中业主向公司提供了公司认可的具备足额担保能力的担保人为业主履约提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，BT 业务分别实现收入 0 万元、82,549 万元、0 万元和 0 万元。

游艇旅游业务主要由全资子公司厦门路桥游艇旅游集团有限公司经营（以下简称“路桥游艇集团”），业务范围包括游艇综合服务、滨海体验旅游、高端酒店运营、游艇港开发建设、滨海地产开发、城市片区及旅游景区开发建设与运营等领域。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，游艇旅游业务分别实现收入 12,318.22 万元、10,334.49 万元、11,593.28 万元和 8,843.18 万元。

目前，路桥游艇集团主要致力于开发建设厦门

国际游艇汇办公商业地产，力争打造成厦门市游艇产业标志性商业群。厦门国际游艇汇建筑总面积达 9 万平米，包含用于自持和出售的写字楼及配套车位，该项目计划于 2019 年建成，项目概算总投资

24.15 亿元，截至 2018 年 9 月末已投资 14.96 亿元，2018 年四季度及 2019 年仍需投资 5.11 亿元和 4.08 亿元。

表 17：截至 2018 年 9 月末公司游艇业务在建项目情况

单位：亿元

项目	总投资	股权比例	预计完工时间	截至 2018 年 9 月末已投入	2018 年 10-12 月拟投入	2019 年拟投入
厦门国际游艇汇（原五缘湾 2013P03 游艇港地块开发项目）	24.15	100.00%	2019	14.96	5.11	4.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，路桥游艇集团还经营游艇贸易、游艇驾照培训、OP 帆船培训、游艇托管、游艇租赁、保税仓经营与管理，并每年举办 IFBSO 铂金会员级别的厦门国际游艇展。此外，路桥游艇集团还通过下属子公司运营管理五缘湾湿地公园、火烧屿牛头山景区以及商务度假型高端酒店五缘水乡酒店。

未来几年，路桥游艇集团将构建以游艇产业为龙头，以旅游、地产、文化、时尚、教育、体育为延伸的海洋经济产业链，建设游艇母港，打造具有国际影响力的游艇会品牌；整合岸线资源，开发滨海海岛，形成以厦门为核心的海峡两岸游艇旅游网络；大力发展体验式旅游，构建集游艇、帆船、房车、低空飞行等于一体的“海陆空”立体式滨海旅游服务体系。

道路、桥梁景观和城市景观设计业务主要由下属子公司厦门路桥景观艺术有限公司（以下简称“路桥景观”）开展，包括桥梁形态、路桥交通工程、园林绿化、夜景照明、室内装修、展览布置等，路桥景观业务范围涵盖福建、北京、上海、重庆、浙江等省市。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，路桥景观业务分别实现收入 19,239.97 万元、21,786.56 万元、21,923.63 万元和 8,558.84 万元。

此外，公司亦开展减水剂、水泥、管桩、钢坯、石材、焦炭等非钢材和混凝土业务，并开展物业租赁、会展服务、设计广告等。

总体而言，公司 BT 项目已基本完成，游艇旅游业务仍在起步阶段，道路、桥梁景观和城市景观设计业务等其他业务规模较小。未来公司将加快旗下子公司资产、业务及资源的整合，着力创新整合，促进该板块的发展。

整体看来，厦门路桥作为厦门市政府交通基础设施建设领域重要的投资建设主体之一，目前已形成了以路桥收费、工程代建、建筑材料贸易、游艇旅游业务等为主的多元化业务格局，在当地具有较为重要的战略地位。公司目前各板块运营状况良好，但随着公司建筑材料贸易业务规模不断扩大、游艇旅游业务进入投资建设阶段，资金需求也将不断加大，未来或将面临一定的资金压力。

公司管治

治理结构

公司是依据《中华人民共和国公司法》设立的国有独资有限责任公司，厦门市国资委根据厦门市人民政府授权，对公司履行出资人职责。近年来公司全面推进集团的公司制改组，积极搭建集团法人治理结构，建立了以党委常委会为核心，董事会、监事会及管理层分工制衡的决策议事机制。

公司不设股东会，厦门市国资委作为出资人行使制定、批准或修改公司章程，任免公司董事长、副董事长、监事会主席等，决定经营方针，审核发展战略和规划，监管投资活动、担保等职权。截至 2018 年 9 月末，公司董事会由 5 名董事组成，包括董事长 1 名、董事 4 名。董事长为公司法定代表人。董事会对出资人负责，职权包括执行出资人决定，向出资人报告工作，决定公司的经营计划、投资计划和投资方案，制订公司年度财务决算方案，按照程序任免公司高级管理人员及财务负责人等。公司设立监事会，由 5 名监事组成，包括由出资人按照有关规定和程序任免监事会主席 1 名和监事 2 名、由公司职工代表大会选举产生的职工代表 2 名，其

中职工代表监事包括监事会副主席 1 名, 2017 年 12 月 31 日, 公司监事会副主席 (职工监事) 徐雅言正式退休, 截至目前公司暂未收到厦门市国资委就本公司监事会副主席 (职工监事) 免职文件, 公司现有监事 4 名, 监事会有 1 名监事席位空缺。公司设总经理 1 名、副总经理 3 名, 目前 2 名副总理由董事兼任, 总经理对董事会负责, 副总经理协助总经理工作, 总经理职权包括: 组织实施董事会决议, 主持公司日常的生产经营管理工作, 组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

内部管理

公司建立了完善的岗位责任制度和岗位规范管理措施, 各业务部门、各级分支机构在规定的业务、财务、人事等授权范围内行使相应的经营管理职能。

公司按照分口管理的原则, 相应设立综合管理部、计划财务部、资金管理部、资产运营部等多个部门, 各部门职责分工明确。

内部控制制度方面, 公司及下属部门建立了详细、严密的内部控制制度, 用以规范公司内部的管理和业务操作流程, 保证了公司有效地运行。

财务、投融资管理制度方面, 公司制定了严格的集团财务制度、资金管理规定、内部审计制度等, 从事前、事中和事后分别进行把关控制, 在人员上实行财务主管委派制。具体来看, 公司财务管理从制度上完善和加强了公司会计核算、预算管理、财务信息化管理、资金管理、应收及预付款管理、固定资产管理、存货管理、成本费用管理、财产投保管理、会计档案管理、财务印鉴管理等各个方面, 确保了财务管理的合法、合规; 公司对成员企业闲置资金统一调配, 以提高资金的使用效率; 公司董事会负责审批集团名义及各权属企业进行的所有投资项目; 公司有关部门和单位承担相应投资监督管理职权, 包括, 战略和投资管理委员会负责投资项目审核及出具决议并报投资决策机构审定, 战略投资部和资产运营部负责投资的过程管理与协调工作, 资金管理部负责投资项目的资金筹措、调度、安排及管理。

子公司管理制度方面, 公司通过规范权属企业

资产运营状况报告制度管理、全面预算管理和制定综合考核方案等管理手段, 对下属公司进行有效的业务管理和指导, 推动下属公司的市场化、专业化发展。

项目管理方面, 公司实行以项目业主责任制为核心的建设投资体制, 对建设项目的筹资、建设和经营、还贷实施全过程负责。

安全管理制度方面, 公司严格执行值班和干部带班制度, 加强对重点防范部位的检查, 近年来无重大环保、安全事故发生。

担保管理制度方面, 公司对外担保依照厦门市国资委印发的《厦门市国有企业担保管理暂行办法》(厦国资产(2009)166号文)相关规定执行, 公司严格管理对内部的担保, 具体管理制度包括公司董事会每年度在董事会决议中明确对所投资企业担保额度和使用限额, 资金管理部负责监督对所投资企业担保额度的实际使用情况等。

关联交易制度方面, 公司的关联交易活动应遵循公正、公平、公开的原则, 关联交易的价格原则上不能偏离市场独立第三方的价格或收费的标准。此外, 公司还制订了人事薪酬管理制度、预算管理制度和突发事件应急预案等制度。

近年来, 公司已确立了规范化、程序化、标准化的内部控制制度体系, 公司在控制重大风险事项方面较为谨慎, 内控制度的不断完善有利于保证公司各项业务的合理开展, 确保公司内控的有效性, 有效地防范了内控风险。

战略规划

公司的战略定位是: 主动融入“美丽厦门”建设, 助力厦门产业、城市和社会“三个转型”发展, 打造重大交通市政基础设施精品项目, 推进片区综合开发运营, 发挥滨海休闲旅游现代服务业带动作用, 整合优势资源、引领各类资本、依托“产城融合”, 成为厦门市最主要的交通市政基础设施投融资、建设、运营主体。

基于上述定位, 公司在 2016~2020 年发展的总体目标是: 围绕做精做强工程建设板块、做稳做大建筑材料板块、跨越发展游艇旅游板块、探索培育新兴产业及营造可持续的发展环境, 进行转型升

级、创新创业。公司将稳步推进第二西通道、翔安机场快速路、新机场造地、同翔大道、环岛路（鳌山路-高殿二号路段）、马青路快速路改造（南海一路-钟林路）、厦门高集海堤开口改造工程影响区清淤、第二东通道等工程投资项目建设，保障厦门市重点工程项目顺利实施；主动配合厦门国资国企改革，发挥资产规模优势，设立产业基金，引进各类社会资本，探索实践 PPP 等多种工程投融资模式。

具体的战略实施方面，公司将在路桥收费业务的基础上，推动工程建设、建筑材料、游艇旅游 3 大板块协同发展。工程建设业务方面，公司将继续力推重大前期项目策略研究，加快推进第二东通道前期研究，积极跟进城际轨道、厦金通道等重大项目不断增创工程主业代建的规模效益；同时，公司将着力提升专业化、加速市场化，继续探索以 BOT、PPP、概算节余分成等模式参与厦门基础设施建设的可能性。

建筑材料方面，公司将继续发挥优质供应商的优势，加大央企等大客户开发力度，整合当地钢材加工企业和仓储资源，实现战略联盟合作，建立完善钢材加工、仓储、配送和售后服务一体化的钢材综合服务体系；混凝土业务则专注高端，借助厦门、平潭自贸区和漳、泉台商投资区新一轮建设的时机，提高对大客户的配套能力和服务能力。同时，针对建筑材料行业整体疲软的市场形势，公司将强化内部风控，增强市场风险识别和评估能力，完善内部控制体系。

游艇旅游业务方面，公司将加快整合下属子公司的资产、业务及资源，以片区开发运营整合优质资源、扩大集聚效应。公司未来计划建成以厦门为核心的近有串岛游、远有海峡两岸的游艇网络格局，围绕“东山-泉州-金门”三角区域重点开发建设 2~4 个游艇码头。此外，公司将整合湿地公园、五缘湾等资源，通过举办游艇展、帆船赛、嘉年华等活动，发展体验式旅游。

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年、2016 年、2017 年合并财务报告以及

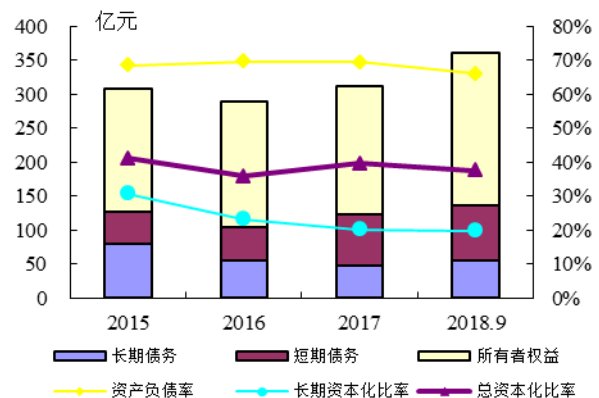
未经审计的 2018 年三季度财务报表。

资本结构

近年来公司业务规模不断扩大以及股东增资，带动资产和负债规模平稳增长，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司资产总额分别为 574.29 亿元、609.68 亿元、617.05 亿元和 665.74 亿元；得益于股东增资和盈余积累，公司自有资本实力不断夯实，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，所有者权益分别为 180.64 亿元、185.40 亿元、188.08 亿元和 225.82 亿元，其中 2018 年 9 月末所有者权益较 2017 年大幅增加，主要系 2018 年 6 月厦门市国资委向公司增加 25.90 亿元注册资本所致。公司陆续通过银行借款、发行债券等融资方式筹措资金，使得负债规模亦同步增长。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司总负债分别为 393.65 亿元、424.28 亿元、428.97 亿元和 439.92 亿元，其中预收的代建工程款分别为 230.65 亿元、282.86 亿元、264.52 亿元和 265.79 亿元，扣除预收账款后的负债总额分别为 163.00 亿元、141.42 亿元、164.45 亿元和 174.13 亿元，公司实际负债规模尚可。

财务杠杆比率方面，受预收工程款规模较大的影响，公司资产负债率处于较高水平，但受益于较强的自有资本实力，公司资本结构尚属稳健。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司资产负债率分别为 68.55%、69.59%、69.52% 和 66.08%，总资本化比率 41.26%、35.83%、39.62% 和 39.12%。

图 7：2015~2018.Q3 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

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，流动资产分别为

528.50 亿元、563.71 亿元、571.36 亿元和 621.10 亿元，占总资产比例分别为 92.03%、92.46%、92.60% 和 93.30%。2017 年末流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和预付款项构成，上述科目分别占流动资产的 73.46%、8.74%、7.05% 和 6.13%。具体看来，公司存货主要系办理竣工决算结转之前的代建工程开发项目、尚未转入固定资产的路产（翔安隧道、厦成高速等）以及库存商品和原材料，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司存货分别为 411.46 亿元、439.84 亿元、419.73 亿元和 425.25 亿元，其中代建工程开发项目分别为 387.27 亿元、413.96 亿元、374.73 亿元和 371.34 亿元；货币资金主要系现金和银行存款，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，货币资金余额分别为 37.96 亿元、43.70 亿元、49.92 亿元和 76.44 亿元，其中 2017 年末受限货币资金金额为 3.90 亿元，用作银行承兑汇票、保函的保证金；公司其他应收款主要系厦门市财政委托公司对福厦、厦深铁路支付的代垫投资款，所投铁路路段相应的股权由公司代为管理；2015~2017 年及 2018 年 9 月末，其他应收款余额分别为 35.12 亿元、35.44 亿元、40.27 亿元和 53.97 亿元；预付账款主要系公司预付的工程款，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，预付账款分别为 18.26 亿元、21.33 亿元、35.01 亿元和 33.91 亿元。

非流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司非流动资产分别为 45.79 亿元、45.97 亿元、45.69 亿元和 44.64 亿元，主要由固定资产、可供出售金融资产、投资性房地产和无形资产构成，截至 2017 年末，以上四项资产规模分别为 30.15 亿元、3.10 亿元、3.69 亿元和 4.01 亿元。固定资产主要系房屋及建筑物和过路过桥收费权等，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，固定资产余额分别为 30.82 亿元、30.46 亿元、30.15 亿元和 29.21 亿元，其中 2017 年末固定资产中账面价值 20.68 亿元的过路过桥收费权因质押借款而受限。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司流动负债分别为 312.04 亿元、367.36 亿元、380.26 亿元和 382.69 亿元，分别占负债总额的 79.27%、86.59%、88.64%

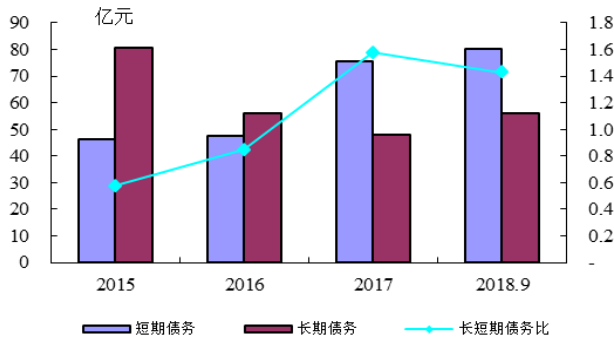
和 86.99%。具体来看，2017 年末，公司流动负债主要构成为预收账款、短期借款、应付账款和应付票据，占流动负债的比重分别为 69.56%、9.12%、8.13% 和 7.85%。公司预收账款主要系公司收到政府预先拨付的代建工程款项，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，预收账款分别为 230.65 亿元、282.86 亿元、264.52 亿元和 265.79 亿元；同期，短期借款余额分别为 10.95 亿元、9.59 亿元、34.68 亿元和 42.19 亿元，呈波动上升趋势，2017 年末短期借款利率在 3.92% 至 5.22% 之间；应付账款主要为应付施工单位的工程款，账期多在 1 年以内，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，应付账款余额分别为 17.80 亿元、24.79 亿元、30.93 亿元和 23.98 亿元；同期，应付票据余额 13.69 亿元、19.93 亿元、29.85 亿元和 36.28 亿元，2017 年末余额较 2016 年末大幅增加，主要系建筑材料业务规模扩大引起。

非流动负债方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司非流动负债分别为 81.61 亿元、56.91 亿元、48.71 亿元和 57.23 亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。随着借款临近到期而转入流动负债，公司长期借款呈下降趋势；2015~2017 年及 2018 年 9 月末，长期借款分别为 57.47 亿元、31.09 亿元、27.89 亿元和 26.06 亿元，主要系质押借款和保证借款，年利率在 4.41% 至 4.90% 之间；同期，应付债券分别为 23.00 亿元、25.00 亿元、20.00 亿元和 30.00 亿元，主要系公司发行的 5 亿元“15 厦路桥 MTN002”中期票据和 8 亿元“06 厦路桥债”、4 亿元“16 路桥 01”、3 亿元“16 路桥 02”、10 亿元“18 路桥 01”公司债券，利率分别为 4.40%、4.25%、3.59%、3.14% 和 5.59%，除“06 厦路桥债”期限为 15 年，其余期限均为 5 年。

有息债务方面，近年来公司业务规模不断扩张带来资金需求增加，债务规模随之波动增长，且逐渐以短期债务为主。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 126.87 亿元、103.51 亿元、123.42 亿元和 145.10 亿元，其中短期债务分别为 46.40 亿元、47.42 亿元、75.53 亿元和 89.04 亿元，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.58 倍、0.85 倍、1.58 倍和 1.59 倍，近期公司面临较大的短

期债务偿还压力。

图 8：2015~2018.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务到期分布方面，2018 年 10~12 月及 2019 年，公司到期债务金额分别为 24.94 亿元和 26.98 亿元，面临较大的短期偿债压力；2020~2021 年及 2022 年以后，公司到期债务金额分别为 7.04 亿元、20.22 亿元和 28.01 亿元，债务到期时间较为分散，长期偿债压力尚可。

表 18：截至 2018 年 9 月末公司债务到期分布情况

	单位：亿元				
	2018.10~12	2019	2020	2021	2022 及以后
到期债务	24.94	26.98	7.04	20.22	28.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，近年来公司资产和负债规模呈进一步扩大态势，财务杠杆比率相对稳定，但短期偿债压力加大，中诚信证评将对公司后续的偿债安排保持持续关注。

盈利能力

如前所述，公司的营业收入主要来自本部的“四桥一隧道”及高速公路通行费收入，下属公司的钢材和混凝土贸易收入以及为政府代建项目形成的工程管理费收入等。近年来公司营业收入持续增

长，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司营业总收入分别为 175.38 亿元、223.98 亿元、287.30 亿元和 280.88 亿元。其中钢材贸易收入分别为 152.55 亿元、193.23 亿元、259.96 亿元和 259.14 亿元，随着业务规模扩大收入逐年增长，是公司目前最主要的营收来源；混凝土销售收入分别为 11.71 亿元、12.20 亿元、15.50 亿元和 13.60 亿元，收入逐年增长；路桥收费收入分别为 5.35 亿元、6.19 亿元、7.02 亿元和 5.43 亿元，该业务收入随厦门市汽车保有量增长而平稳增长，但收入规模仍较小；工程管理费收入分别为 0.41 亿元、0.31 亿元、0.56 亿元和 0.13 亿元，工程管理费受工程进度影响有所波动。

毛利率方面，近年来毛利较低的钢材贸易业务收入规模大幅增长，拉低了公司整体毛利率，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司综合毛利率分别为 6.02%、5.75%、4.91% 和 4.16%。具体看，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，钢材贸易毛利率分别为 2.31%、2.71%、2.58% 和 2.34%，钢材贸易收款主要为现款和赊销两种模式，现款模式的毛利率较低而赊销模式的毛利率较高，钢材贸易毛利率存在小幅波动，主要毛利率较低的现款模式比重变化所致；同期，混凝土销售业务毛利率分别为 18.83%、17.09%、13.23% 和 11.75%，逐年下降，主要系原材料价格上涨所致；同期，路桥收费毛利率分别为 49.19%、42.11%、40.09% 和 48.27%，2016 及 2017 年毛利率下降主要是养护支出增加所致；同期，工程管理费毛利率分别为 57.30%、-1.55%、55.73% 和 -27.40%，波动较大，主要系代建工程管理费收入根据代建项目的完工结算进度来确认而职工薪酬支出等成本相对固定所致。

表 19：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司营业收入构成及毛利率情况

项目	2015		2016		2017		2018.Q3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
钢材贸易	152.55	2.31	193.23	2.71	259.96	2.58	259.14	2.34
混凝土销售	11.71	18.83	12.20	17.09	15.50	13.23	13.60	11.75
路桥收费	5.35	49.19	6.19	42.11	7.02	40.09	5.43	48.27
工程管理费	0.41	57.30	0.31	-1.55	0.56	55.73	0.13	-27.40
游艇旅游及其他	5.36	36.44	12.04	24.69	4.25	39.65	2.57	55.96
合计	175.38	6.02	223.98	5.75	287.30	4.91	280.88	4.16

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来业务规模的扩大推动期间费用持续上升，其中销售费用主要系职工薪酬和运输费；管理费用主要系职工薪酬和折旧费；财务费用主要系利息支出。2015~2017年及2018年1~9月，管理费用分别为2.78亿元、3.06亿元、3.24亿元和2.09亿元，随着职工薪酬上升而逐年增长；同期，销售费用分别为1.34亿元、1.84亿元、2.72亿元和2.00亿元，逐年增长，主要系业务规模的扩大致使相关费用上升所致；同期，财务费用分别为2.56亿元、2.70亿元、2.41亿元和2.98亿元。同期公司期间费用合计分别为6.68亿元、7.60亿元、8.36亿元和7.07亿元，占营业收入的比重分别为3.81%、3.39%、2.91%和2.52%，占比较低。

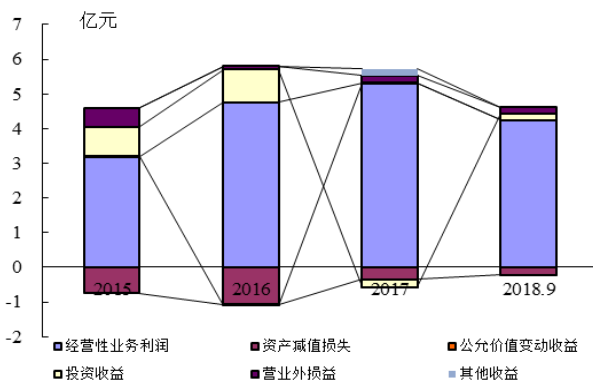
表 20：2015~2018.Q3 公司期间费用分析

	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	1.34	1.84	2.72	2.00
管理费用	2.78	3.06	3.24	2.09
财务费用	2.56	2.70	2.41	2.98
三费合计	6.68	7.60	8.36	7.07
营业总收入	175.38	223.98	287.30	280.88
三费收入占比	3.81%	3.39%	2.91%	2.52%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要系经营性业务利润。2015~2017年及2018年1~9月，公司分别实现利润总额3.86亿元、4.70亿元、5.15亿元和4.41亿元，其中经营性业务利润分别为3.18亿元、4.76亿元、5.31亿元和4.25亿元，近年来公司业务规模持续增长，加之期间费用控制能力加强，推动经营性业务利润规模增长，利润总额随之增长。

图 9：2015~2018.Q3 公司利润总额构成



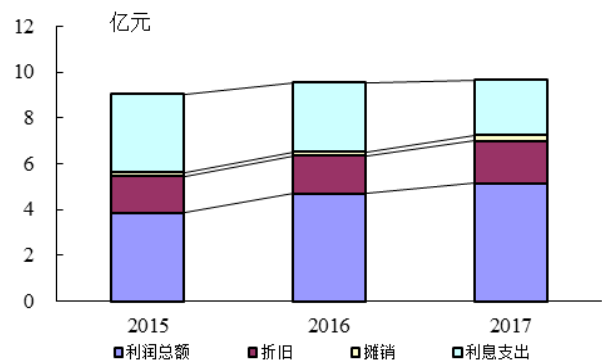
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受钢材贸易规模在营业总收入中占比增加因素的影响，公司营业毛利率总体稍有下滑，但近年来公司业务经营稳定，收入规模稳定增长，三费收入占比逐年下降，公司整体盈利能力尚可。

偿债能力

获现能力方面，折旧、利息支出和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 9.03 亿元、9.54 亿元和 9.66 亿元。随着利润总额和折旧规模逐年增长，公司 EBITDA 整体保持逐年增长的趋势。

图 10：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，近年来公司业务规模不断扩张带来资金需求增加，债务规模随之波动增长，2015~2017年末，公司总债务分别为126.87亿元、103.51亿元和123.42亿元。同期总债务/EBITDA 指标分别为14.05倍、10.85倍和12.77倍，EBITDA 利息保障倍数分别为2.41倍、2.86倍和3.77倍。总体看来，EBITDA 对债务利息的保障程度较好，但由于债务规模较大，EBITDA 对债务本金的覆盖能力较弱。

经营活动现金流方面，2017年，受代建项目第二西通道、厦成高速等项目工程款支付、游艇港地块项目开发支出和钢材贸易采购量增加影响，公司经营活动现金流出大幅增加，使得当年经营活动现金流呈现净流出状态。2015~2017年公司经营活动净现金流分别为35.62亿元、36.08亿元和-0.54亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为0.28倍、0.35倍和-0.00倍，经营活动净现金/利息支出分别为9.52倍、10.80倍和-0.21倍。整体看，公司经营

性现金流对债务本息保障能力较弱。

表 22：截至 2018 年 9 月末公司未决诉讼情况

单位：万元

表 21：2015~2018.Q3 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
总资产（亿元）	574.29	609.68	617.05	665.74
总债务（亿元）	126.87	103.51	123.42	145.10
资产负债率（%）	68.55	69.59	69.52	66.08
总资本化比率（%）	41.26	35.83	39.62	39.12
EBITDA（亿元）	9.03	9.54	9.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.86	3.77	-
总债务 / EBITDA（X）	14.05	10.85	12.77	-
经营活动净现金（亿元）	35.62	36.08	-0.54	14.88
经营活动净现金 / 利息支出（X）	9.52	10.80	-0.21	4.86
经营活动净现金 / 总债务（X）	0.28	0.35	-0.00	0.15*

注：带*的 2018 年三季度指标经过年化处理。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与工商银行、农业银行等多家金融机构建立了良好的合作关系，融资渠道畅通。截至 2018 年 9 月末，公司取得银行授信额度合计为 179.70 亿元，其中尚未使用额度为 88.93 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2018 年 9 月末，公司受限资产账面净值合计 59.92 亿元，占同期总资产的比重 9.00%。主要包括货币资金（银行承兑汇票、保函保证金）、存货（对应的过路过桥收费权受限）、投资性房地产（为法院诉讼保全事项提供担保）和固定资产（对应的过路过桥收费权受限）。

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保；期末 1,000 万元以上未决诉讼标的金额合计 1.00 亿元，占同期净资产的 0.44%，中诚信证评对上述诉讼事项对公司盈利水平的影响予以关注。

事项	涉诉金额	进展
泉州路桥翔通建材有限公司诉中建三局第三建设工程有限公司厦门分公司、中建三局第三建设工程有限公司、中建三局集团有限公司买卖合同纠纷案	1,072.04	跟进被告是否就一审判决提起上诉
福建省二建建设集团有限公司诉厦门路桥建设集团有限公司、厦门路桥建设集团有限公司平潭分公司平潭会议中心 A 标工程施工合同结算纠纷案件	7,847.06	待厦门仲裁委员会裁决
厦门路桥工程物资有限公司诉中建三局第三建设工程有限公司厦门分公司、中建三局第三建设工程有限公司、中建三局集团有限公司买卖合同纠纷案	1,125.50	尚未判决
合计	10,044.60	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司短期偿债压力增大，且受购买建筑材料支出增加影响，经营性现金流有所弱化，但在市场环境回暖、区域经济稳定发展及运营路段车流量增加等因素推动下，公司建筑材料及路桥业务收入持续增长，整体收入和盈利规模显著提升，加之厦门市财政局的资金支持及备用流动性充足，公司整体偿债风险极低。

结 论

综上，中诚信证评评定厦门路桥建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“厦门路桥建设集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于厦门路桥建设集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

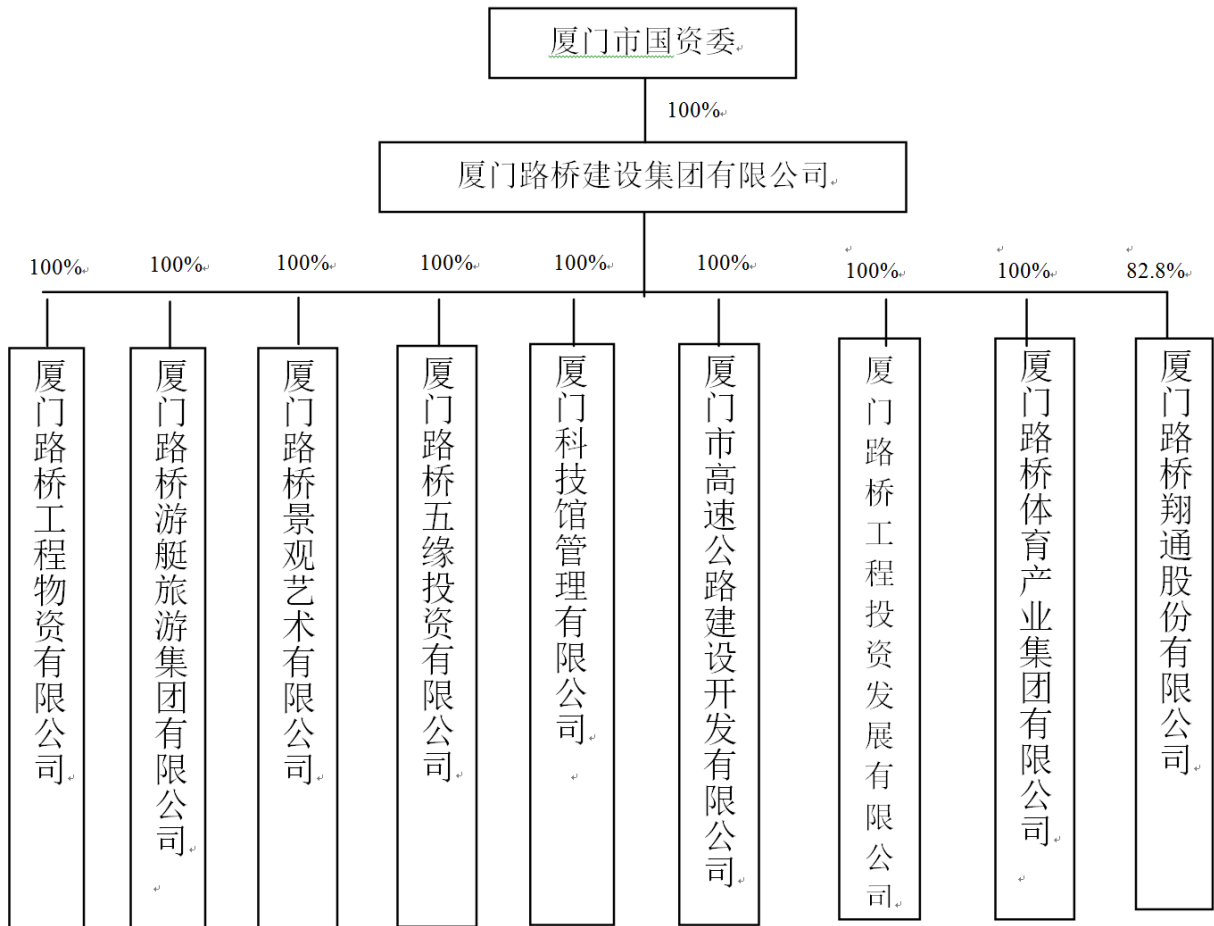
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

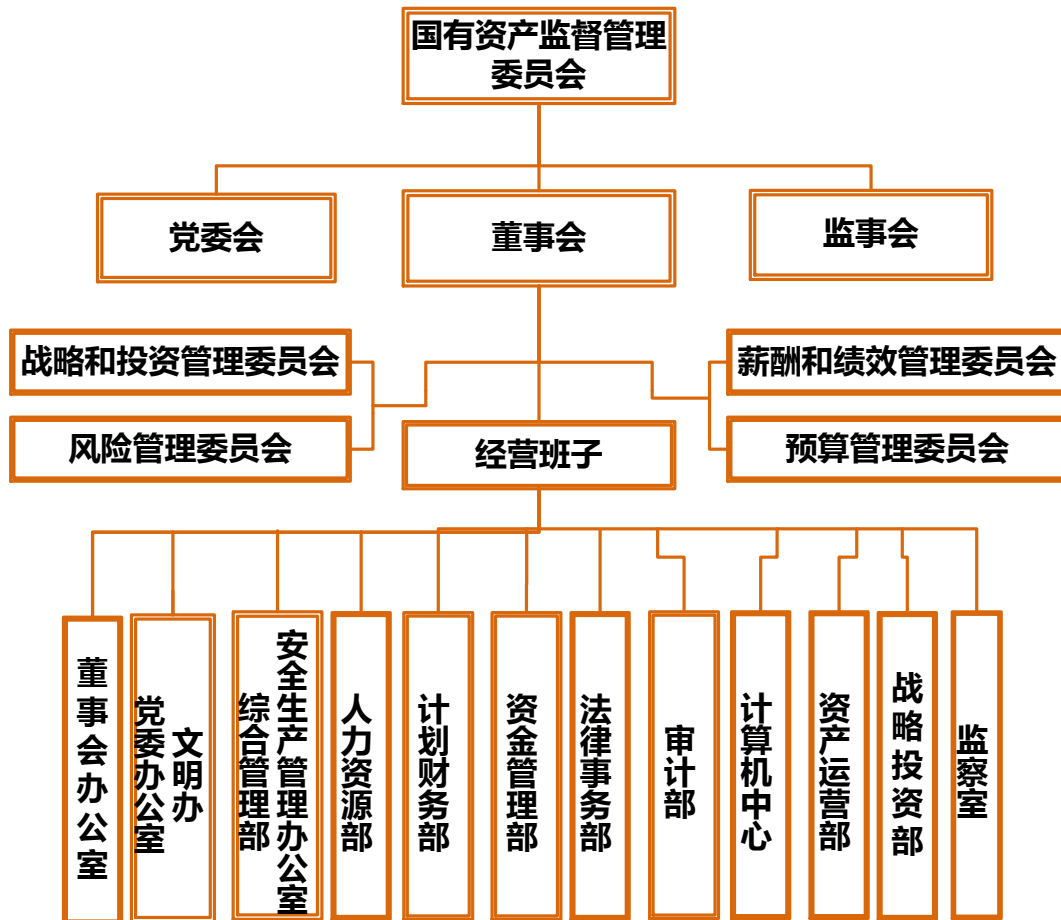
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：厦门路桥建设集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：厦门路桥建设集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：厦门路桥建设集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	379,609.08	437,029.17	499,195.89	764,440.24
应收账款	137,797.33	147,738.99	176,023.53	248,599.49
存货	4,114,612.65	4,398,368.08	4,197,299.38	4,252,497.02
流动资产	5,284,994.18	5,637,060.36	5,713,629.22	6,211,006.35
长期投资	43,768.21	60,244.58	52,321.30	54,214.85
固定资产合计	364,372.49	345,673.63	346,117.54	334,689.78
总资产	5,742,931.38	6,096,795.66	6,170,496.37	6,657,366.48
短期债务	464,046.34	474,248.60	755,250.09	890,424.27
长期债务	804,658.00	560,868.56	478,921.18	560,620.29
总债务（短期债务+长期债务）	1,268,704.34	1,035,117.16	1,234,171.27	1,451,044.55
总负债	3,936,530.91	4,242,759.91	4,289,696.50	4,399,191.10
所有者权益（含少数股东权益）	1,806,400.47	1,854,035.76	1,880,799.86	2,258,175.38
营业总收入	1,753,824.79	2,239,810.97	2,872,952.79	2,808,765.34
三费前利润	98,634.55	123,589.14	136,694.39	113,217.25
投资收益	8,515.91	9,439.46	-2,237.15	1,910.96
净利润	28,130.08	34,252.25	37,679.18	34,972.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	90,274.42	95,419.41	96,628.06	-
经营活动产生现金净流量	356,158.40	360,846.80	-5,432.54	148,824.89
投资活动产生现金净流量	-109,127.46	17,597.93	16,545.36	-6,026.29
筹资活动产生现金净流量	-169,426.04	-325,412.31	35,300.60	161,479.25
现金及现金等价物净增加额	77,604.90	53,035.82	46,413.41	304,277.85
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	6.02	5.75	4.91	4.16
所有者权益收益率（%）	1.56	1.85	2.00	2.06
EBITDA/营业总收入（%）	5.15	4.26	3.36	-
速动比率（X）	0.38	0.34	0.40	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.35	0.00	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.77	0.76	-0.01	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	9.52	10.80	-0.21	4.86
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.86	3.77	-
总债务/EBITDA（X）	14.05	10.85	12.77	-
资产负债率（%）	68.55	69.59	69.52	66.08
总资本化比率（%）	41.26	35.83	39.62	39.12
长期资本化比率（%）	30.82	23.23	20.30	19.89

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年1~9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标已经年化；

3、已将“其他流动负债”中的有息部分纳入短期债务中核算。

附四：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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 - 手续费及佣金收入 - 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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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)

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。