



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪644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已发行的“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AAA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十四日

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）跟踪评级报告（2019）

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）		
债券代码	155315.SH		
债券简称	19 路桥 01		
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		
存续期限	3 年期：2019/4/12~2022/4/12		
上次评级时间	2019/3/18		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

2018 年，下游行业需求的回暖带动厦门路桥建设集团有限公司（以下简称“厦门路桥”或“公司”）钢材贸易及混凝土销售等建筑材料业务增长，加之在区域经济平稳运行以及运营路段车流量增加背景下，公司路桥业务实现稳步增长，整体收入规模得以提升，公司整体偿债能力极强。此外，中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司收费路桥业务面临一定的政策性风险、建筑材料业务面临市场风险、短期偿债压力加大等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持厦门路桥主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“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）”的信用等级为 AAA。

正面

- 区域经济的稳定发展为公司路桥经营提供了良好的外部环境。2018 年，厦门市地区生产总值 4,791.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%，区域经济保持平稳发展，为公司路桥业务发展奠定坚实基础。
- 路桥业务收入稳步增长。作为厦门岛全部出岛通道“四桥一隧道”和厦漳高速厦门段及厦成高速厦门段的运营方，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，2018 年实现路桥业务收入 7.11 亿元，同比增长 1.27%。
- 公司在交通设施建设领域地位显著，业务来源稳定。作为厦门市重要的交通基础设施投资建设主体之一，公司在厦门市国有企业中占有重要地位，相关业务承接较有保障。截至 2019 年 3 月末，公司主要的在拟建代建项目共 12 个，概算总投资超过 500 亿元，工期集中在 3-5 年，在手项目储备充足，为该业务的持续开展奠定了基础。

概况数据

厦门路桥	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	185.40	188.08	226.38	227.30
总资产（亿元）	609.68	616.73	674.96	700.47
总债务（亿元）	103.49	123.40	120.64	151.93
营业总收入（亿元）	223.98	287.30	405.36	108.02
营业毛利率（%）	5.75	4.91	4.16	3.71
EBITDA（亿元）	9.54	9.66	12.43	-
所有者权益收益率（%）	1.85	2.00	1.90	1.63
资产负债率（%）	69.59	69.50	66.46	67.55
总债务/EBITDA（X）	10.85	12.77	9.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.86	3.77	2.66	-

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、2019 年一季度总资产收益率指标经过年化处理；
3、已将其其他流动负债中的有息部分调入“短期债务”核算。

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

吴凯琳 klwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月24日

关 注

- 短期偿债压力较大。2019年4~12月及2020年，公司到期债务金额分别为59.80亿元和15.66亿元，公司面临的短期债务压力较大，未来的资金安排值得关注。
- 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。
- 建筑材料贸易业务面临一定的市场风险。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，仍面临一定的市场风险。且该业务毛利率空间有限，对公司整体盈利的影响亦需关注。

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。

募集资金使用及债券偿付情况

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）（债券简称为“19路桥01”、债券代码为“155315.SH”）于2019年4月12日完成发行，期限为3年，兑付日为2022年4月12日。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券实际发行额为10亿元，最终票面利率为3.97%。按照募集说明书约定，募集资金拟用于改善债务结构、偿还公司债务。

重大事项说明

据2019年4月27日《厦门市人民政府关于停止收取厦门市“四桥一隧”车辆通行费的通告》（以下简称“《通知》”），自2019年5月1日零时起，停止收取车辆通行费。

停止收费后，进出岛的主要通道——厦门大桥、海沧大桥、集美大桥、杏林大桥、翔安隧道（以下简称“四桥一隧”）通行费相应取消，预计会对公司通行费收入产生影响。2018年度公司“四桥一隧”通行费业务实现收入4.60亿元，占营业收入的1.13%，利润总额0.81亿元，占利润总额的13.48%。

资产方面，“四桥一隧”的相关资产主要是厦门大桥和海沧大桥，属于公司固定资产，停止收费后，厦门市政府决定维持资产现状。“四桥一隧”的运营和债务本息偿还，主要先用“四桥一隧”的通行费支付，资金缺口部分再向厦门市财政申请资金拨付补充。停止收费后，“四桥一隧”的管养继续由公司承担，相关的管养支出按上年发生数经主管部门审核后由厦门市财政局拨款支付，对公司的运营及现金流影响较小；偿债方面，截至2018年12月末仅余翔安隧道企业债8亿元，每年付息3,400万元，2021年6月到期，厦门市政府已同意由财政承担剩余债务。

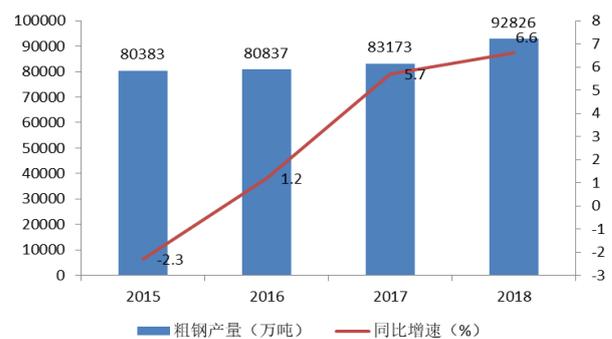
行业关注

2018年，下游需求回暖，供给侧改革有效推进，钢材价格高位运行，钢铁行业运行稳中趋好

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。2016年，钢铁行业深入推进供给侧改革，大力化解过剩产能，各项政策措施陆续出台，市场出现积极变化。根据中钢协统计数据，2016年我国粗钢、生铁和钢材累计产量分别为8.08亿吨、7.01亿吨和11.38亿吨，分别较上年上涨0.56%、1.35%和1.29%；当年我国粗钢产量占全球粗钢产量的比重约为49.60%。2017年，钢铁行业继上年走出低谷后，运行状况继续改善，发展态势稳中向好，2017年我国粗钢产量8.32亿吨，同比增长5.7%，达到历史最高水平。但考虑到大量“地条钢”产量未纳入统计范围之内，2017年实际粗钢产量不会高于2016年水平。2018年以来，粗钢产量延续上年增长趋势，全年粗钢产量为9.28亿吨，同比增长6.6%。

图1：2015~2018年我国粗钢产量情况



资料来源：choice 及公开资料，中诚信证评整理

从下游需求看，国内钢铁需求主要来自于建筑行业，其次是机械、汽车、造船等。2015年以来，在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，房地产市场逐步回暖，当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势；但另一方面，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势，房地产开发投资速度继续下降。截至2015年末，商品房待售面积71,853万平方米，同比增长15.58%，增速较上年收窄10.54个百分点，其中，住宅待售面积增加1,155万平方米，办公楼待售面积增加128万平方米，商业营业用房待售面积增加458万平方米。2016年，全国房屋新开工面积166,928万平方米，同比增长8.10%，其中住宅新开工面积115,911万平方米，同比增长8.70%；2016

年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增速回升至 6.90%。2017 年以来，房地产投资因楼市回暖持续增加，当年全国房地产开发投资 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.0%，增速基本与上年持平；同期全国商品房销售面积 16.94 亿平方米，同比增长 7.7%，商品房销售额 133,701 亿元，同比增长 13.7%，年末商品房待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 1.06 亿平方米。2018 年，我国房地产开发投资为 120,264 亿元，同比增长 9.50%，房地产投资持续增长，然而在房地产行业在严厉调控及“住房不炒”的基本定位下，全国商品房销售面积增速由 2016 年的 22.50% 下滑至 2018 年的 1.30%。在国家对房地产行业未有方向性改变的情况下，房地产投资或将趋向谨慎。下游汽车行业方面，据中国汽车工业协会统计，2015 年我国汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，比上年分别增长 3.3% 和 4.7%，总体呈现平稳增长态势，产销增速比上年分别下降 4 个百分点和 2.2 个百分点。2016 年我国全年累计生产汽车 2,811.9 万辆，同比增长 14.46%；全年销售汽车 2,802.8 万辆，同比增长 13.65%，增速分别高于上年同期 11.21 个百分点和 8.79 个百分点，呈现较快增长。2017 年小排量汽车购置税减半政策变更，汽车产销量增速回落，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%，增速较上年大幅下滑。2018 年，我国汽车产销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下降 4.16% 和 2.76%，总体表现开始低于年初预期。近年来，全球造船业持续低迷，我国造船业形势较为严峻，呈现出造船完工量大幅波动，而手持订单持续下降的局面。2016~2018 年，我国造船完工量分别为 3,530 万载重吨、4,268 万载重吨和 3,458 万载重吨，同比分别增长 -15.6%、20.9% 和 -14.0%；同期末，手持订单量分别为 9,961 万载重吨、8,723 万载重吨和 8,931 万载重吨，同比分别增长 -19.0%、-12.4% 和 2.4%。整体看来，2016 年以来房地产市场投资的回暖以及汽车消费量的增加拉动了上游钢铁需求的增加，但目前我国处于经济转型期，经济增速有所放缓，同时房地产行业受政策调控影响大，面临一定不确定性，且目前造

船业仍深度低迷，钢铁行业下游需求未有明显改善，中诚信证评将对钢材市场需求回暖的持续性保持关注。

从供给层面看，由于钢铁行业进入寒冬导致部分钢厂被迫停产，2016 年初社会钢材库存量降至近年最低点，短期内出现供需错配情况；钢铁行业去产能政策的推进也为整个行业转型脱困提供了较好的外部环境，2016 年全行业去产能目标为 4,500 万吨，2016 年 1~12 月全国已累计压减粗钢产能 6,500 万吨，远超全年任务量。但是目前产能淘汰主要集中于落后、无效产能，随着钢企利润的阶段性回暖，部分已停产企业恢复生产导致中国钢铁产量尚未明显下降，反而出现了产能下降产量增长的情况。2017 年《政府工作报告》提出要扎实有效去产能，再压减钢铁产能 5,000 万吨左右，截至目前全年目标任务已完成；另上半年约 1.2 亿吨地条钢产能被清理出市场。同时 2017 年环保部发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》和《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》等，要求京津冀大气污染传输通道上的 26 个城市外加北京和天津 2 个直辖市的政府对相关行业企业实施环保整治措施。部分省市地方政府对钢铁、建筑、建材和焦炭等行业实行采暖季限产、错峰生产或停产等政策。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。在落后产能淘汰退出市场、去产能及限产等政策引起的钢市供给紧张情绪和钢材价格震荡上行的影响下，各大钢厂提高产能利用率，致使当期全国钢铁产量同比增加。整体来看，供给侧改革快速推进，在日益严峻的去产能和环保限产政策驱动下，产品附加值低、效益低下、环保不达标、区域结构不合理等综合竞争力相对较低的钢企仍面临较大的经营压力，而高附加值、高效益、环保达标的大型钢企将迎来机遇。

出口方面，受国内钢材价格回升和国际贸易保护主义的影响，2016 年钢材出口量首次出现下滑。根据中国海关总署的统计数据，2016 年我国钢材出口 10,843 万吨，同比下降 3.53%；进口 1,321 万吨，

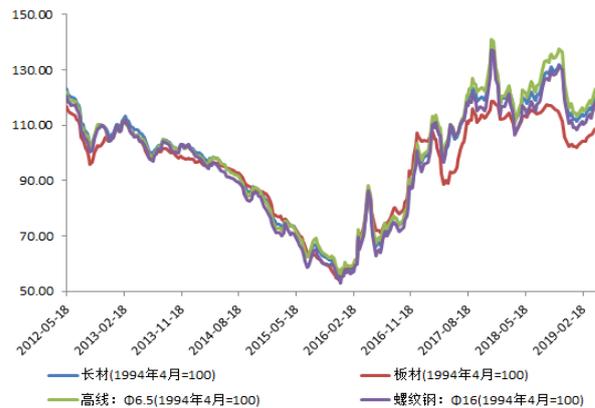
同比增长 3.36%；全年粗钢净出口量 9,522 万吨，较上年下降 4.42%；全年钢材出口金额为 544.72 亿美元，同比下降 13.30%，贸易条件有所恶化。另外，2016 年我国钢铁出口产品遭遇来自 20 个国家和地区发起的 48 起贸易救济调查，其中反倾销案件 32 起，反补贴案件 9 起，保障措施案件 7 起，贸易摩擦数量和上年相比明显提升。2017 年以来，国内钢铁市场继续回暖、钢价保持高位运行，加之外部竞争环境没有明显改善，加拿大、印度、美国等国家频频对我国钢铁产品发起贸易救济调查，综合影响下，我国钢材出口延续低迷态势，2017~2018 年我国出口钢材 7,543 万吨和 6,933.6 万吨，分别同比下降 30.5% 和 8.1%。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，出口形势有待持续关注。

钢材价格方面，2016 年以来，受到宏观经济政策、供给侧改革及短期钢材社会库存量较低等多因素刺激，钢材需求阶段性回暖，短期内出现供需错配情况，钢材价格大幅反弹，以螺纹钢为例，年末国内均价已由年初的 1,996 元/吨涨至 3,315 元/吨，涨幅超过 60%；Myspic 钢材综合价格指数升至 127.70，同比增长 74.86%。2017 年以来钢材价格处于高位震荡，短期内受“地条钢”出清以及冬季限产政策等因素影响，钢材价格快速上涨，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%；2018 年钢材价格高位运行，全年钢材综合价格指数平均为 115.8 点，同比增长 7.6%。分阶段来看，2018 年上半年，钢材价格指数基本稳定在 110~120 点之间，7~10 月钢材价格持续上涨；受环保限产不及预期及季节性用钢需求下降等因素影响，钢材价格自 11 月份开始快速下跌，截至 12 月底钢材综合价格指数跌至 107.1 点，较年内最高点下降 13%。

从近期来看，2019 年 1~2 月钢铁产量快速增长，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 1.27 亿吨、1.50 亿吨和 1.71 亿吨，同比分别增长 9.8%、9.2% 和 10.7%。价格方面，在下游需求季节性减少及钢材产量增长的影响下，钢材价格呈下降态势。根据中钢协数据，截至 2019 年 2 月末，国内钢材综合

价格指数为 107.68 点，同比下降 7.55 点，降幅 6.55%。其中，长材价格指数为 113.4 点，同比下降 7 点，降幅 5.81%；板材价格指数为 104 点，同比下降 8.6 点，降幅 7.64%。同时，中诚信证评关注到，目前房地产行业投资趋向谨慎，国内钢铁需求量将呈稳中有降的态势，但在较高吨钢毛利的带动下，国内钢企生产动力较强，钢铁产量的快速增长将打破原有的供需弱平衡状态，钢材价格将面临一定的下行压力。

图 2：2012 年以来国内主要钢材价格指数走势情况



资料来源：choice，中诚信证评整理

2017 年以来，钢铁行业运行环境显著改善，钢材价格高位波动，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，较上年同期增加 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%；2018 年前三季度，重点大中型钢铁企业主营业务收入 3.06 万亿元，同比增长 14.5%；实现利润 2,300 亿元，同比增长 86%。钢铁行业供给侧改革初显成效及钢铁行业下游需求量增加影响，钢铁价格阶段性回暖，钢企盈利能力强；但在我国宏观经济增速放缓的背景下，短期内市场供大于求的矛盾仍然突出，钢企盈利好转的持续性有待观察。

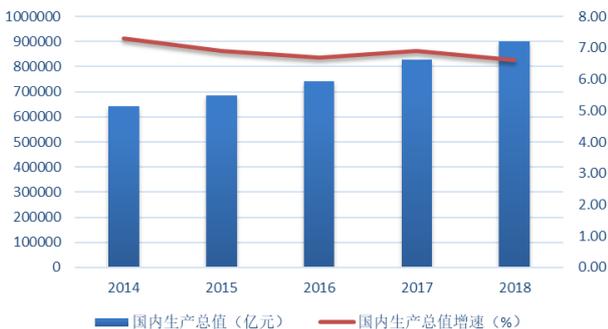
中诚信证评认为，受短期钢材社会库存量较低以及钢铁行业下游需求量增加影响，钢铁价格阶段性回暖，部分钢企实现大幅减亏或扭亏。但在宏观经济增速放缓的环境下，目前市场供大于求的矛盾

仍然突出，钢材需求的阶段性回暖对钢材价格反弹的支撑有限，短期内钢材价格仍将在底部波动；长期看，供给侧改革的效果体现将有望带动钢材价格有所上涨。

2018年，我国经济维持稳定发展，汽车保有量显著提升，对高速公路行业发展提供了良好的外部环境

2018年，我国实现国内生产总值900,309亿元，比上年增长6.6%。其中，第一产业增加值64,734亿元，增长3.5%；第二产业增加值366,001亿元，增长5.8%；第三产业增加值469,575亿元，增长7.6%。从三大产业占比来看，第一产业增加值占国内生产总值的比重为7.2%，第二产业增加值比重为40.7%，第三产业增加值比重为52.2%。总体来看，目前我国经济运行稳中向好，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图3：2014~2018年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，受传统汽车行业产能过剩和二手车市场的冲击，2018年我国汽车产业面临较大的压力，产销量均出现下降，全年实现产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，同比分别减少4.2%和2.8%。随着汽车行业和国民经济的发展，全国民用汽车保有量仍实现两位数增长，截至2018年末，全国民用汽车保有量达到24,028万辆（包括三轮汽车和低速货车906万辆），比上年末增长10.5%，其中私人汽车保有量20,730万辆，同比增长10.9%。民用轿车保有量13,451万辆，同比增长10.3%。汽车保有量的显著提升为我国高速公路行业发展提供最直接的动力。

国民经济平稳运行及汽车保有量增长等因素推动我国高速公路固定资产投资持续增长，2018

年全国交通固定资产投资完成3.22万亿元，其中公路建设固定资产投资完成2.13万亿元；新改建公路里程7.31万公里，高速公路里程0.61万公里。

总体来看，近年来我国国民经济的平稳发展、汽车保有量的持续增长以及稳定发展的区域经济发展均为公司高速公路运营提供了良好的外部环境。

高速公路行业呈稳定发展态势，需关注铁路规模的扩大对公路运输的分流影响以及相关行业政策的变化

公路运输在受宏观经济影响的同时，具有刚性需求的特点，在社会汽车保有量延续双位数增长、居民收入提升消费升级、电子商务日趋发达而促进物流业飞速发展等利好因素支持下，具备持续增长的动力。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2018年末，全国公路总里程达484.65万公里，较上年末增加7.31万公里；公路密度50.48公里/百平方公里，较上年增加0.76公里/百平方公里；公路养护里程475.78万公里，占公路总里程98.2%。截至2018年末，全国四级及以上等级公路里程446.59万公里，比上年增加12.73万公里，占公路总里程92.1%，提高1.3个百分点。二级及以上等级公路里程64.78万公里，增加2.56万公里，占公路总里程13.4%，提高0.3个百分点。高速公路里程14.26万公里，增加0.61万公里；高速公路车道里程63.33万公里，增加2.90万公里。国家高速公路10.55万公里，增加0.33万公里。

图4：2014-2018年全国公路总里程及密度



资料来源：2018年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理

运输量方面，2018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。2018年，我国旅客运输总量为179.38亿人次，比上年下降3.0%。其中公路完成旅客运输量136.72

亿人次，比上年减少 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，比上年减少 5.0%；完成公路货运量 395.69 亿吨，同比增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，同比增长 6.7%。

由于铁路在长途运输的成本上要远低于公路，从而对公路形成直接的竞争。2018 年全国铁路行业固定资产投资完成 8,028 亿元，投产新线 4,683 公里，其中高速铁路 4,100 公里。截至 2018 年底，全国铁路营业里程达 13.1 万公里，其中高速铁路 2.9 万公里以上。旅客运输方面，2018 年国家铁路旅客发送量 33.75 亿人，增长 9.44%，旅客周转量 14,147 亿人公里，增长 5.13%。铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流影响。

此外，2018 年 12 月 20 日，国家交通运输部再度对外发布《收费公路管理条例（修订草案）》，向社会公开征求意见。《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但新条例何时出台，目前尚无明确的时间。

总体来看，我国公路路网近年来不断完善，运输量快速增长，但同时我们也关注到铁路规模的扩大对公路运输的分流作用以及相关国家政策的变化。

2018 年，福建省及厦门市区域经济的平稳发展、高速路网效应的增强及汽车保有量稳步提升，均为高速公路行业发展提供有效支撑，但需关注铁路网建设对高速公路的分流影响

从区域情况来看，2018 年，福建省实现 GDP 35,804.04 亿元，同比增长 8.3%。其中，第一产业增加值 2,379.82 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 17,232.36 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 16,191.86 亿元，增长 8.8%。三次产业结构由上年的 7.6:48.8:43.6 调整为 6.7:48.1:45.2，整体产业结构得以优化。2018 年末福建省常住人口 3,941 万人，比上年末增加 30 万人；全年人均地区生产总值 91,197 元，比上年增长 7.4%。

图5：2014~2018年福建省GDP、GDP增速及固定资产投资



资料来源：福建省统计公报，中诚信证评整理

2018 年福建省交通运输业保持增长。截至 2018 年末，福建省公路通车里程达 108,901.28 万公里，比上年末增加 889.67 公里，公路密度 89.70 公里/百平方公里，较上年末增加 0.73 公里/百平方公里。全省汽车保有量 623.9 万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长 26.0%，其中私人汽车保有量 545.2 万辆，增长 10.6%。2018 年，福建省完成货运量 13.70 亿吨，比上年增长 3.6%，货物周转量 7,652.89 亿吨公里，增长 12.8%；完成客运量 51,434.96 万人，比上年下降 4.9%，旅客周转量 1,153.28 亿人公里，增长 6.5%；同期，实现交通运输、仓储和邮政业增加值 1,984.35 亿元，比上年增长 7.2%。

图6：2014~2018年福建省公路总里程及公路密度



资料来源：2018 年福建省交通运输业统计公报，中诚信证评整理

2018 年，厦门市地区生产总值 4,791.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%，其中，第一产业增加值 24.40 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1,980.16 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 2,786.85 亿元，增长 7.5%。三次产业结构为 0.5:41.3:58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 118,015 元，增长 5.2%，折合 17,834 美元。

2018年，厦门市实现地方一般公共预算收入 754.54 亿元，同比增长 8.3%，其中税收收入 603.09 亿元，同比增长 7.0%；政府性基金收入 399.1 亿元。一般公共预算支出 892.50 亿元，同比增长 12.0%；政府性基金预算支出 446.8 亿元。

交通方面，厦门市全年完成旅客运输量 1.01 亿人次，增长 0.4%；旅客周转量 529.84 亿人公里，增长 13.1%；货物运输量 3.17 亿吨，增长 4.6%；货物周转量 2,083.08 亿吨公里，增长 13.8%。区域经济的稳定发展和增长的财政实力为公司路桥经营提供良好的外部环境。

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。

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。

从区域政策环境来看，为贯彻落实《交通运输部办公厅关于扩大高速公路差异化收费试点工作的指导意见》（交办公路〔2018〕47号）精神，持续深化福建省供给侧结构性改革，进一步降低社会物流成本，提高高速公路交通服务水平，福建省决

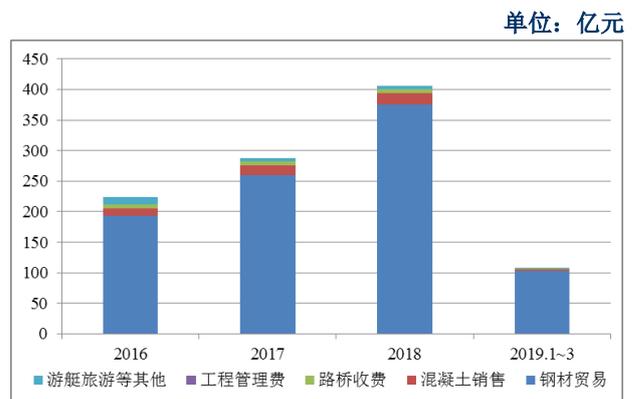
定在《关于调整高速公路通行费支持物流业发展的意见》（闽政办〔2017〕41号）的基础上，扩大福建省高速公路差异化收费试点工作，福建省交通运输厅、福建省高速公路建设总指挥部于 2018 年 11 月 1 日联合发布《关于扩大高速公路差异化收费试点工作的通知》。通知要求从“绿色通道”通行费免征政策、电子支付缴费车辆差异化收费、集装箱车辆差异化收费、大型物流企业车辆差异化收费、大中型货运车辆区间差异化收费、重要通道差异化收费、“高速+旅游”小型客车差异化收费及城市周边高速公路差异化收费等 8 个方面深化或探索新举措，推动高速公路事业高质量发展。

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。

业务运营

公司是厦门市政府交通基础设施领域重要的投资建设主体之一，在开展路桥收费、工程代建等与路桥相关的业务同时，也经营钢材贸易、混凝土销售等建筑材料业务以及游艇旅游等其他业务。2018年，在钢材贸易、混凝土销售等建筑材料业务增长及路桥收入增加的推动下，公司实现主营业务收入 405.36 亿元，同比增长 41.09%，收入结构相对稳定，其中钢材贸易、混凝土销售、路桥业务以及工程代建收入占主营业务收入的比重分别为 92.50%、4.64%、1.75%和 0.09%。

图 7：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于区域经济的稳定发展及运营路段车流量的增长，2018年公司路桥业务收入继续增长，但“四桥一隧”自2019年5月起停止收取车辆通行费，预计路桥业务收入规模将大幅减少

目前公司运营的路桥资产项目共七个，包括“四桥二路一隧道”，其中，“四桥”是厦门市四条出岛大桥，包括厦门大桥、海沧大桥、杏林大桥、集美大桥，“一隧道”为翔安隧道，“两路”为厦漳高速公路厦门段以及厦成高速公路厦门段，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，主要服务于进出岛的车辆。

图 8：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

收费政策方面，高速公路方面，目前福建省执行计重收费政策，计重收费标准的确认和调整由政府决定；路桥收费方面，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。根据 2019 年 4 月 27 日《厦门市人民政府关于停止收取厦门市“四桥一隧”车辆通行费的通告》（以下简称“《通知》”），自 2019 年 5 月 1 日零时起，停止收取车辆通行费。

收费结构方面，2018 年公司收费结构未发生调整。“四桥一隧道”主要是通过收取年费的形式获取收入，其年费收入全部纳入公司，此外，较早运营的厦门大桥和海沧大桥非年费通行费收入也纳入公司。厦漳高速公路厦门段分配的通行费收入归属公司所有，但 2015 年 2 月建成通车的厦成高速公路厦门段的经营性质因厦门市财政局尚未正式发文明确，因此，对于厦成高速公路厦门段分配的通行费收入，公司按该实际支付的管养费用金额确认营业收入。

得益于区域经济的良好发展、汽车保有量的增长，公司运营的高速公路车流量稳步增长，路桥收入持续扩大。2018 年公司实现路桥业务收入 7.11 亿元，同比增长 1.27%，其中年费收入为 4.17 亿元，同比减少 0.29%，占路桥业务收入的比重为 58.69%；厦门大桥和海沧大桥的非年费通行费收入为 0.42 亿元，较上年小幅增长；厦漳高速通行费收入 1.64 亿元，同比增加 1.48%，占路桥业务收入的比重为 23.03%；厦成高速实际收到分配的通行费 8,720.47 万元，依据所支付的管养费等支出全部确认营业收入。2019 年 1~3 月，公司实现通行费收入 1.35 亿元，仍以年费为主，厦成高速实际收到分配的通行费 3,097.76 万元，确认营业收入 2,140.73 万元，余额 957.03 万元暂挂递延收益。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，增长空间较小，“四桥一隧”停止收费将对 2019 年路桥业务收入规模影响较大。

表 1：2016~2019.Q1 公司路桥运营项目情况

路段名称	通行里程	剩余收费年限	2016		2017		2018		2019.1~3	
			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	-	0.20	3.56	0.18	3.87	0.20	4.33	0.07	4.30
海沧大桥	6.99	-	0.19	7.53	0.20	7.59	0.22	8.00	0.07	7.73
过桥费年费	-	-	3.27	-	4.19	-	4.17	-	0.68	-
厦漳高速厦门段	11.85	8	1.44	2.01	1.61	2.87	1.64	3.22	0.40	3.28

单位：公里、年、亿元、万辆/日

厦成高速厦门段	18.00	12	1.09	2.97	0.84	2.63	0.87	2.88	0.21	2.43
合计	-	-	6.19	-	7.02	-	7.11	-	1.35	-

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，“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的管养费用从公司收取的通行费中支付；厦成高速公路厦门段的管养费用金额来源于分配的通行费收入。

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，但随着“四桥一隧”停止收费，公司路桥业务收入将大幅萎缩。

2018年公司工程代建业务稳步推进，且项目债务本息由厦门财政负担，实际债务负担不大，但收入规模小，整体业务贡献有限

作为厦门市重要的交通基础设施投资建设主体之一，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财政解决；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，但近年来公司已不再为

代建项目进行融资；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，公司均采用收取建设管理费的盈利方式，建设管理费通常情况下按工程进度提取，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%。公司将建设管理费计入主营业务收入，并将人员薪酬支出计入营业成本。2018年，公司实现工程代建管理费收入3,790.33万元，同比减少32.75%。

在建方面，截至2019年3月末，公司主要的工程代建项目共11个，规划投资总额565.27亿元，已完成投资额220.26亿元，计划2019年4~12月及2020~2022年分别投入47.59亿元、86.14亿元、109.73亿元和101.55亿元。2018年及2019年1~3月，公司分别取得财政拨款资金67.97亿元和10.12亿元，取得其他业主单位拨款6.20亿元和0.38亿元。总的看，公司工程代建项目资本支出压力较小，中诚信证评将持续关注在建项目的财政或业主资金到位情况。

表 2：截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程代建项目情况

项目名称	规划总投资	财政或业主出资比例	已完成投资	2019.4~12月拟投入	2020年计划投资	2021年计划投资	2022年计划投资
厦门新机场（大小嶝造地工程）	265.67	100%	126.98	25	40	35	38.69
翔安机场快速路南段（翔安南路-大嶝段）	13.19	100%	12.51	0.68	0	0	0
翔安机场快速路大嶝岛段	23.13	100%	7.01	2	4	5	5.12
第二西通道	56.48	100%	38.48	6.67	11.33	0	0
同翔大道（沈海高速-洪新路）	8.26	100%	7.66	0.60	0	0	0
同翔大道（洪新路-同新路段）	3.07	100%	2.47	0.19	0.41	0	0
厦门高集海堤开口改造工程	33.69	100%	19.84	1.7	0.4	11.75	0
第二东通道	119.14	100%	0.1	7	20	50	42.04
芦澳路（马青路-翁角路段）	8.9	100%	0.96	0.42	2	2.2	3.32
海沧疏港通道工程	26.46	100%	1.75	1.83	5	5.5	12.38
翔安南部莲河片区（东园地块）造地二期工程）	7.28	100%	2.5	1.5	3	0.28	0
合计	565.27	-	220.26	47.59	86.14	109.73	101.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司共有 1 个拟建工程代建项目，预计总投资 37.41 亿元，

计划 2019 年 4~12 月及 2020~2022 年分别投入 2.70 亿元、10.00 亿元、12.00 亿元和 12.71 亿元。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司拟建项目投资计划

项目名称	规划总投资	单位：亿元			
		2019.4~12 月拟投入	2020 年计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资
翔安机场快速路北段（沈海高速至翔安南路）	37.41	2.7	10	12	12.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年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。

2018年随着市场环境的回暖，公司钢材贸易和混凝土销售等建筑材料业务实现增长，但目前宏观经济增速持续放缓，公司相关业务开展仍面临市场波动风险

公司建筑材料业务主要涉及钢材贸易以及混凝土销售等领域，属于自营性业务。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，销售模式分为代理和自营两种，其中代理模式的毛利率较低。除在福建本地经营外，还覆盖了华东、华南、华北和西南等地区，并在上海和重庆设有分公司。目前华东和福建是公司最主要的销售区域，2018 年两地销售收入合计占公司销售总额的 80.09%。

2018 年，物资公司销售钢材 940.69 万吨，同比增长 30.77%，销售均价为 3,986.02 元/吨，同比增长 10.30%。在钢材价格的回暖的带动下，2018 年公司钢材贸易收入实现较快增长，全年钢材贸易收入为 374.96 亿元，同比增长 44.24%。其中前五大客户分别为上海宝旺实业有限公司、南昌市成顺实业有限公司、中国建筑第四工程局有限公司采购中心、上海找钢网信息科技股份有限公司和上海竹鑫金属材料有限公司，对上述客户销售收入占钢材贸易收入的比重为 14.66%，客户集中度尚可。整体看，受行业属性的限制，公司该业务的盈利水平较低，在宏观经济增速持续放缓及钢材市场供大于求的矛盾仍显突出背景下，钢材贸易市场风险依然存在。

表 4：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司钢材贸易情况

	单位：万吨、亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售量	750.00	719.34	940.69	272.47
销售收入	193.23	259.96	374.96	102.42
毛利率	2.71%	2.58%	2.48%	2.43%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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，由于厦门路桥每年承担大量厦门市交通基础设施建设投资任务，为翔通公司的混凝土销售带来了较大的便利。2018 年，翔通公司销售混凝土 440.91 万立方米，同比增长 13.16%，其中厦门市基础建设采购占比 29.82%，较上年增加 10.38 个百分点；销售收入为 18.80 亿元，同比增长 21.29%。2019 年 1~3 月，翔通公司混凝土销量为 76.57 万立方米，同比增长 7.81%，实现销售收入 3.55 亿元，同比增加 16.01%。

表 5：2016~2019.Q1 公司混凝土销售情况

年度	销量	销售收入	单位：万立方米、亿元	
			厦门市基础建设采购占比	毛利率
2016	325.02	12.20	24.61%	17.09%
2017	389.62	15.50	19.44%	13.23%
2018	440.91	18.80	29.82%	12.21%
2019.Q1	76.57	3.55	26.56%	15.45%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

虽然公司的钢材贸易和混凝土销售业务发展初期定位为与工程代建业务相关的建筑材料产业，但近年对外经营比重逐渐增大，其钢材贸易量与混凝土产量已大幅超过了工程代建业务的需求量。因而公司及时、适度地调整物资公司和翔通公司的发展模式，以增强其市场竞争力。物资公司目前以终端销售为主，并开始以大客户营销为导向，逐步与大型的国有建设单位开展合作；同时，积极开展网

络营销，结合“互联网+”的现代商业模式，调整营销方式。翔通公司利用自身优势，积极推行各区域混凝土客户信息、工程项目信息和价格信息共享，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。在上述方式的积极调整下，未来公司在钢材和混凝土贸易方面的竞争实力或有望得到提升。

2018 年市场环境有所回暖，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。

财务分析

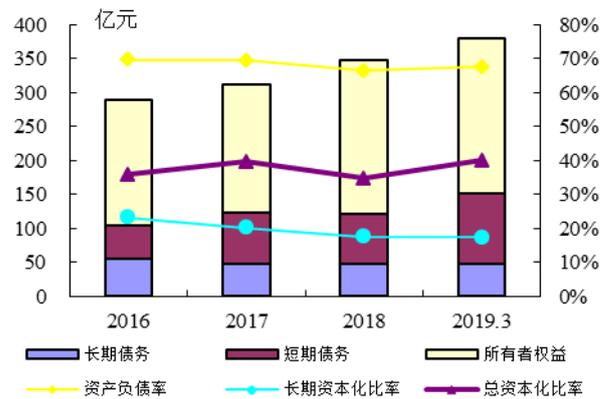
下列分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年、2017 年及 2018 年合并财务报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

近年公司业务规模不断扩大，带动资产和负债规模平稳增长，截至 2018 年末，资产总额为 674.96 亿元，同比增长 9.44%。同期，负债规模为 448.58 亿元，同比增长 4.65%。所有者权益方面，受益于盈余积累，2018 年末所有者权益合计 226.38 亿元，同比增长 20.36%。截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债进一步增至 700.47 亿元和 473.17 亿元，所有者权益合计 227.30 亿元。

从财务杠杆比率来看，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。2018 年末公司资产负债率为 66.46%，比上年末下降 3.04 个百分点；总资本化比率为 34.76%，比上年同期下降 4.85 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 67.55%，总资本化比率为 40.06%。

图 9：2016-2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要由流动资产构成，截至 2018 年末，流动资产余额 630.46 亿元，占总资产的比重为 93.41%，主要由货币资金、预付款项、存货和其他应收款构成，分别占流动资产的 9.93%、6.05%、68.77% 和 10.87%。截至 2018 年末，公司货币资金 62.63 亿元，较上年末增加 25.46%，主要为现金和银行存款，其中受限货币资金金额为 5.64 亿元，用作银行承兑汇票、保函的保证金；存货主要为办理竣工决算结转之前的代建工程开发项目以及库存商品和原材料，2018 年末存货余额 433.58 亿元，较上年末增加 3.30%，其中“存货-代建工程开发”总额为 381.48 亿元，同比增加 1.80%，“存货-库存商品”16.15 亿元，同比增加 32.76%；2018 年末公司预付款项余额 38.17 亿元，同比增长 9.02%，主要为公司预付的工程款；其他应收款余额 68.55 亿元，同比增加 70.23%，主要系公司对福厦、厦深铁路的代垫投资款等。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产余额 655.94 亿元，仍主要由货币资金 70.88 亿元、预付款项 36.53 亿元、存货 445.19 亿元和其他应收款 65.05 亿元构成。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产余额 44.50 亿元，较上年末减少 1.92%，其中固定资产占比 64.74%，余额为 28.81 亿元，主要系房屋及建筑物和过路过桥收费权等，其中账面价值 4.91 亿元的过路过桥收费权因质押借款而受限。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产为 44.53 亿元，构成较 2018 年末基本相同，仍以固定资产（28.44 亿元）为主。

从负债结构来看，公司主要通过政府拨付、银

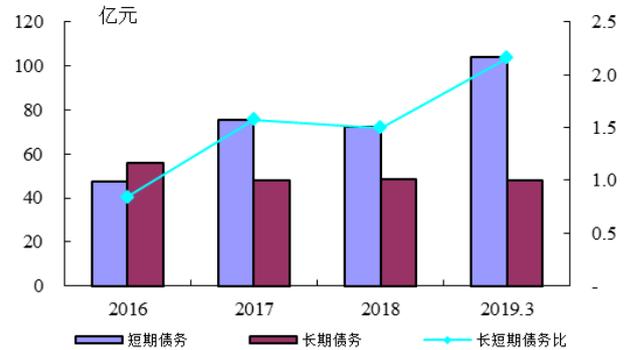
行借款、发行短期票据、超短期融资券和公司债等方式融资。2018 年末，公司流动负债共计 399.78 亿元，占负债总额的 89.23%，其主要构成为短期借款、应付票据、应付账款和预收账款，占流动负债的比重分别为 6.88%、7.81%、6.64% 和 72.28%。其中，短期借款余额 27.50 亿元，较上年末减少 20.72%，主要系到期还款所致，利率在 4.35% 至 4.57% 之间；应付票据余额 31.22 亿元，同比增长 4.60%；应付账款余额 26.53 亿元，同比减少 14.23%，主要为应付施工单位的保留金，期限在一年以内的占比为 34.99%；预收账款余额 288.97 亿元，同比增长 9.25%，规模较大，主要系公司收到政府预先拨付的代建工程款项。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债共计 424.47 亿元，占负债总额的比重为 89.71%，其主要构成仍为应付票据、应付账款和预收账款。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债合计 48.80 亿元，同比增加 0.85%，主要包括长期借款和应付债券。其中长期借款余额 25.28 亿元，同比减少 9.38%，公司长期借款主要系质押借款和保证借款，年利率在 4.67% 至 5.41% 之间；应付债券余额 23.00 亿元，主要系公司发行的中票、公司债券和企业债券，年利率在 3.14% 至 5.59% 之间，应付债券余额较上年末增加 3.00 亿元，系 2018 年发行的 5 年期“18 路桥 01”以及 7 亿元公司债券即将到期转入一年内到期的应付债券。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债合计 48.70 亿元，仍主要由长期借款 25.08 亿元和应付债券 23.00 亿元构成。

有息债务方面，尽管公司业务规模的扩大带来融资需求的增加，但随着公司清偿部分到期债务，公司总债务规模有所减小。2018 年末公司总债务为 120.64 亿元，同比减少 2.24%，其中短期债务为 72.36 亿元，同比减少 4.17%；长短期债务比由上年的 1.58 倍降至 1.50 倍。公司 2019 年一季度发行了 20 亿元超短融，推动 2019 年 3 月末总债务增至 151.93 亿元，长短期债务比增至 2.16 倍。整体来看，随着长期债务的陆续到期以及短期融资工具的发行，公司短期偿债压力加大，债务期限结构有待优

化，后续的资金安排需关注。

图 10：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

债务到期分布方面，2019 年 4~12 月及 2020 年，公司到期债务金额分别为 59.80 亿元和 15.66 亿元，公司面临的短期债务压力较大；2021 年、2022 年及 2023 年及以后，公司到期债务金额分别为 13.26 亿元、2.30 亿元和 25.65 亿元，未来偿债安排需关注。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司债务到期分布情况

	单位：亿元				
	2019.4-12	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务	59.80	15.66	13.26	2.30	25.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2018 年以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，但短期偿债压力较大，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

2018 年，依托于建筑材料及路桥业务收入的增加，特别是钢材贸易收入的增加，公司实现营业总收入 405.36 亿元，同比增长 41.09%。营业毛利率方面，公司钢材贸易收入占比较大但毛利率低，2018 年毛利率为 2.48%，较上年减少 0.10 个百分点，主要系毛利率较低的代理销售比重增加所致；2018 年路桥收费业务毛利率为 44.27%，较上年增加 4.18 个百分点，主要是养护支出减少所致；混凝土销售业务毛利率逐年下降，主要系原材料价格上涨所致；代建工程管理费的毛利率波动较大，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。整体而言，受钢贸业务收入占比较大影响，公司毛

利率一直处于较低水平。2018年，公司营业毛利率为4.16%，较上年同期下降0.75个百分点。2019

年1~3月，公司实现营业总收入108.02亿元，营业毛利率为3.71%。

表 7：2016~2019.Q1 公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018		2019.Q1	
	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	193.23	2.71	259.96	2.58	374.96	2.48	102.42	2.43
混凝土销售	12.20	17.09	15.50	13.23	18.80	12.21	3.55	15.45
路桥收费	6.19	42.11	7.02	40.09	7.11	44.27	1.35	43.89
工程管理费	0.31	-1.55	0.56	55.73	0.38	35.28	0.02	-244.88
游艇旅游及其他	12.04	24.69	4.25	39.65	4.11	47.98	0.68	64.02
合计	223.98	5.75	287.30	4.91	405.36	4.16	108.02	3.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018年公司销售费用为3.49亿元，同比增长28.36%，系业务规模的扩大致使相关费用上升所致；当年管理费用为3.25亿元，同比增长3.24%，主要由于职工薪酬增加；财务费用方面，随着融资成本的提高和债务规模的扩大，公司财务费用增至4.11亿元，同比增长70.85%。2018年，公司期间费用合计10.93亿元，同比增长30.70%，同期期间费用收入占比为2.70%，较上年下降0.21个百分点。2019年1~3月期间费用收入占比为2.39%。近年公司期间费用收入占比逐年降低，公司期间费用控制能力得到加强。

表 8：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.84	2.72	3.49	0.58
管理费用	3.06	3.15	3.25	0.76
研发费用	-	0.09	0.08	-
财务费用	2.70	2.41	4.11	1.24
期间费用合计	7.60	8.36	10.93	2.58
营业总收入	223.98	287.30	405.36	108.02
期间费用收入占比(%)	3.39	2.91	2.70	2.39

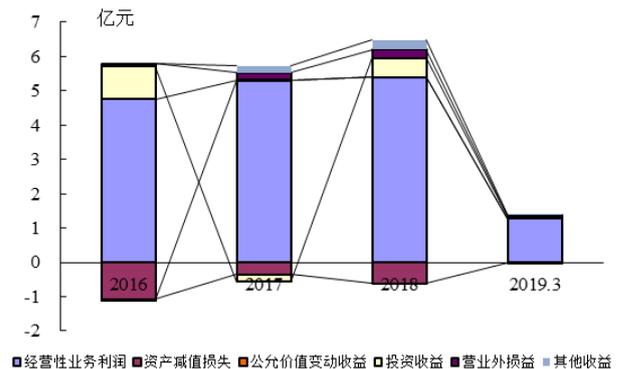
注：2016年管理费用包含研发费用。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。2018年公司业务收入规模涨幅较大，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，当年经营性业务利润为5.39亿元，同比增长1.64%；同期实现利润总额5.99亿元，同比增长16.29%。2019年1~3

月，公司利润总额1.38亿元，其中经营性业务利润1.27亿元。整体看，在宏观经济增速下滑的背景下，公司依然实现盈利增长，保有较好的盈利能力。

图 11：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

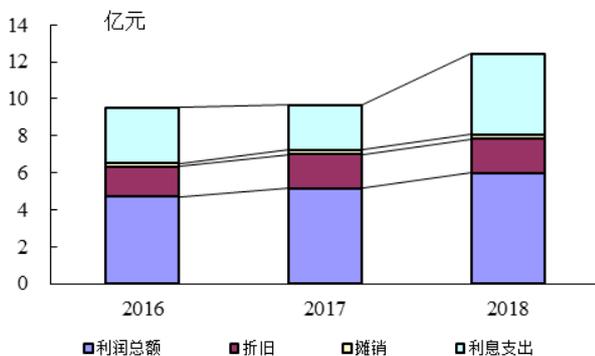
总体看，2018年公司建筑材料及路桥业务收入的增长，带动整体收入规模上升，且期间费用控制能力较强，公司全年盈利规模有所增长。

偿债能力

经营活动现金流方面，2017年，受公司购买原材料、钢材等商品支付的现金净增加、代建项目工程款支付增加和返还机场造地进度保证金影响，经营性现金流呈现净流出状态，2018年公司收到财政及其他业主拨付的资金较多，当年公司经营活动净现金流为11.87亿元，较上年增加了12.24亿元，同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为0.10倍和2.54倍。整体看，公司经营性现金流对债务利息的保障能力尚可，对债务本金的保障能力较弱。

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。2018 年，公司利润总额及利息支出规模增长，推动 EBITDA 同比增长 28.66% 至 12.43 亿元，EBITDA 获现能力有所增强。

图 12：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 指标为 9.70 倍，较上年减少 3.07 倍；EBITDA 利息保障倍数为 2.66 倍，较上年减少 1.11 倍。整体看，由于 2018 年公司利息支出规模较大，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度有所减弱，对债务本金的保障程度依然较弱。

表 9：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	47.40	75.51	72.36	103.85
长期债务 (亿元)	56.09	47.89	48.28	48.08
总债务 (亿元)	103.49	123.40	120.64	151.93
资产负债率 (%)	69.59	69.50	66.46	67.55
总资本化比率 (%)	35.82	39.62	34.76	40.06
EBITDA (亿元)	9.54	9.66	12.43	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.86	3.77	2.66	-
总债务/EBITDA (X)	10.85	12.77	9.70	-
经营活动净现金流	36.08	-0.54	11.87	-12.43
经营活动净现金/利息支出 (X)	10.80	-0.21	2.54	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.35	0.00	0.10	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，融资渠道顺畅。截至 2019 年 3 月末，公司获得的银行授信总额合计 192.64 亿元，尚未使用授信额度 101.48 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面净值合计 56.66 亿元，占同期总资产的比重

8.09%，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）。

表 10：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：亿元	
科目	金额
货币资金	5.64
应收票据	0.65
存货	45.20
投资性房地产	0.26
固定资产	4.91
合计	56.66

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

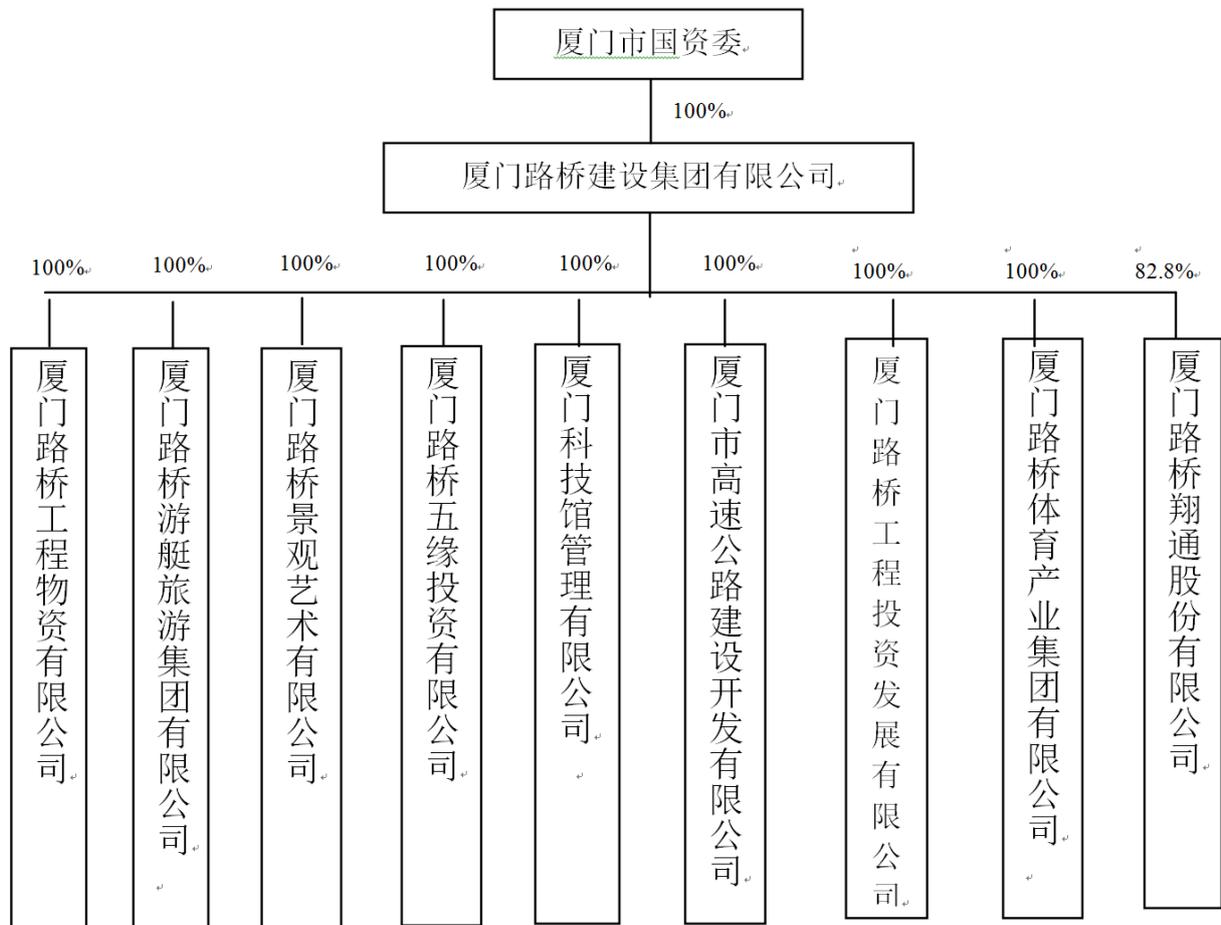
或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司涉及的主要未决诉讼有 5 项，标的金额合计 1.54 亿元，占净资产的比例为 0.68%，规模相对较小。

总体来看，2018 年以来，随着公司发行短期融资工具以及长期债务逐渐到期，公司短期偿债压力较大，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持续提升，加之厦门市财政局的资金支持及备用流动性充足，公司整体偿债风险依然极低。

结论

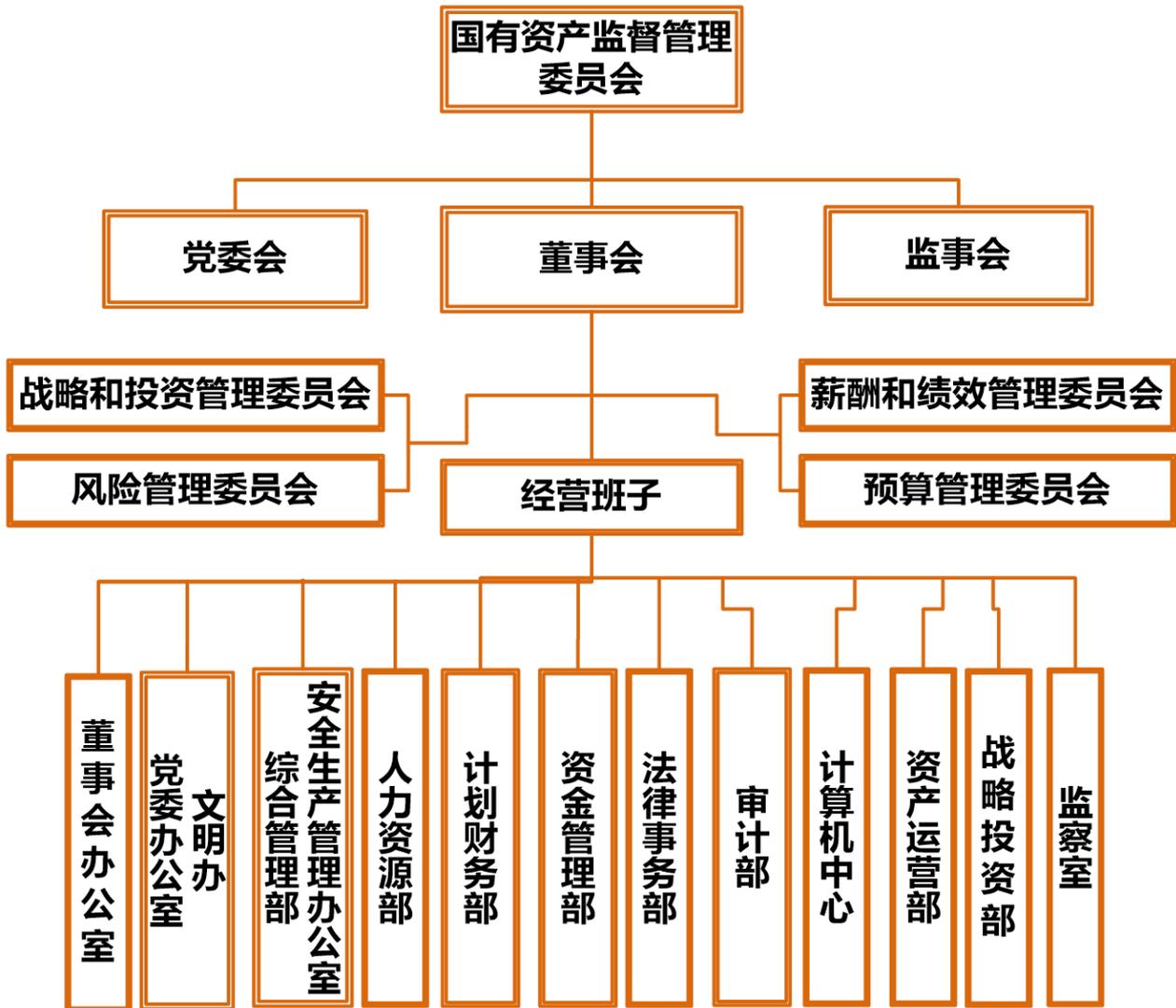
综上，中诚信证评维持厦门路桥主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“厦门路桥建设集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 AAA。

附一：厦门路桥建设集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 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 2019 年 3 月 31 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	437,029.17	499,195.89	626,283.24	708,797.09
应收账款	147,738.99	176,023.53	221,352.47	309,721.41
存货	4,398,368.08	4,197,299.38	4,335,751.99	4,451,944.58
流动资产	5,637,060.36	5,713,629.22	6,304,587.17	6,559,441.73
长期投资	60,244.58	52,321.30	54,998.53	57,998.53
固定资产合计	345,673.63	346,117.54	333,971.62	331,141.32
总资产	6,096,795.66	6,170,496.37	6,749,568.36	7,004,746.26
短期债务	474,004.98	755,113.73	723,600.20	1,038,500.88
长期债务	560,868.56	478,921.18	482,750.75	480,750.75
总债务（短期债务+长期债务）	1,034,873.54	1,234,034.91	1,206,350.95	1,519,251.63
总负债	4,242,759.91	4,289,696.50	4,485,799.09	4,731,696.99
所有者权益（含少数股东权益）	1,854,035.76	1,880,799.86	2,263,769.27	2,273,049.27
营业总收入	2,239,810.97	2,872,952.79	4,053,574.58	1,080,168.62
费用前利润	123,589.14	136,694.39	163,239.85	38,555.62
投资收益	9,439.46	-2,237.15	5,661.41	699.75
净利润	34,252.25	37,679.18	43,068.72	9,280.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	95,419.41	96,628.06	124,322.55	-
经营活动产生现金净流量	360,846.80	-5,432.54	118,718.93	-124,257.18
投资活动产生现金净流量	17,597.93	16,545.36	-17,432.88	-4,076.41
筹资活动产生现金净流量	-325,412.31	35,300.60	8,427.81	264,254.42
现金及现金等价物净增加额	53,035.82	46,413.41	109,713.86	135,920.84
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	5.75	4.91	4.16	3.71
所有者权益收益率（%）	1.85	2.00	1.90	1.63*
EBITDA/营业总收入（%）	4.26	3.36	3.07	-
速动比率（X）	0.34	0.40	0.49	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.35	0.00	0.10	-0.39*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.76	-0.01	0.16	-0.63*
经营活动净现金/利息支出（X）	10.80	-0.21	2.54	-9.82
EBITDA 利息倍数（X）	2.86	3.77	2.66	-
总债务/EBITDA（X）	10.85	12.77	9.70	-
资产负债率（%）	69.59	69.50	66.46	67.55
总资本化比率（%）	35.82	39.62	34.76	40.06
长期资本化比率（%）	23.23	20.30	17.58	17.46

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”指标经过年化处理；已将其他流动负债中的有息部分调入“短期债务”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 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

费用前利润 = 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

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 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。