



中诚信国际  
CCXI

# 厦门路桥建设集团有限公司

## 2023 年面向专业投资者公开发行可续期

## 公司债券（第一期）信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20222670D-03

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行机构构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 3 月 24 日

发行人

厦门路桥建设集团有限公司

本期债项评级结果 AAA

**发行要素**

本期拟发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元）；基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，发行人不行使续期选择权则全额到期兑付；本期债券附设发行人延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人的其他普通债务；募集资金将扣除发行费用后用于偿还公司债务。

**评级观点**

中诚信国际认为厦门市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强；厦门路桥建设集团有限公司（以下简称“厦门路桥”或“公司”）在推进厦门市交通基础设施建设中发挥重要作用，对厦门市政府的重要性很高，与厦门市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，公司业务专营性地位保持稳定，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注债务规模增长较快且短期偿债压力较大、建筑材料贸易业务面临一定的市场和资金回收风险、新增上下游合作方荣信钢铁涉诉情况较多对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 正面

- 区域经济实力很强。**近年来，厦门市经济及财政实力持续增强；厦门市作为计划单列市，经济发展水平与财政实力长期居于福建省前列，具有很强的区域优势。
- 职能地位突出，业务来源稳定。**作为厦门市道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台，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。
- 政府支持力度大。**公司承担政府类代建项目的建设资金全部由市财政安排资金解决，财政资金支持力度大；且2022年以来，根据厦委发[2022]4号，公司无偿划入厦门路桥百城建设投资有限公司（以下简称“百城建设”），公司资产规模与资本实力显著提升。

## 关注

- 债务规模增长较快且短期偿债压力较大。**近年来随着业务的不断推进，公司有息债务持续攀升，其中短期债务占比较高，短期偿债压力较大，公司未来的偿债资金安排需关注。
- 建筑材料贸易业务面临一定的市场和资金回收风险，新增上下游合作方荣信钢铁涉诉情况较多。**公司从事的钢材贸易、混凝土销售等建筑材料贸易业务是其收入的主要来源，但该业务受宏观经济及相关市场行情影响较大，面临一定的市场风险，且存在一定赊销，货款回收风险亦需关注。同时，2022年前三季度，公司钢材贸易业务新增占比超过10%的单一供应商及下游客户荣信钢铁，荣信钢铁涉及互保及债务风险，涉诉情况较多，中诚信国际将对后续荣信钢铁的经营风险及对公司的影响保持关注。

项目负责人：刘凯 kliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：孙悦 ysun02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## ● 财务概况

厦门路桥(合并口径)	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
资产总计(亿元)	780.32	799.52	864.84	1,140.68
经调整的所有者权益合计(亿元) <sup>1</sup>	222.45	227.03	233.73	303.51
负债合计(亿元)	543.85	553.47	597.09	798.15
总债务(亿元)	160.85	200.14	226.23	269.84
营业总收入(亿元)	500.51	675.21	874.26	665.09
经营性业务利润(亿元)	7.00	8.88	13.25	9.26
净利润(亿元)	4.93	7.29	8.38	7.10
EBITDA(亿元)	13.01	15.07	19.18	—
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	18.71	-11.64	22.24	43.98
总资本化比率(%)	41.96	46.85	49.18	47.06
EBITDA利息覆盖倍数(X)	2.51	2.59	2.93	—

注：1、中诚信国际根据厦门路桥提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年审计报告以及未经审计的2022年三季度财务报表整理，其中2019、2020年数据分别使用2020、2021年审计报告期初数，2021年、2022年三季度数据分别使用2021年审计报告及2022年三季度财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“—”表示不适用或数据不可比，特此说明。

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具和因政府拨付公益性桥隧项目建设资金形成的实收资本，其中调出公益性资产（实收资本）金额为14.02亿元。

## 发行人概况

公司前身为厦门市路桥建设投资总公司，由厦门市交通局组建，成立于 1993 年 6 月。公司功能定位为厦门市重大交通基础设施建设平台和混凝土等建材物资生产经营的建设工程施工管理运营商。作为厦门市道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台，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、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。

2022 年 4 月 13 日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”）印发《关于将厦门市政百城建设投资有限公司<sup>2</sup>100%股权划入厦门路桥建设集团有限公司的通知》，将百城建设划转至公司，划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，于 2022 年 5 月 31 日完成工商变更。百城建设原为厦门市国资委 100%控股的厦门市市政集团有限公司（以下简称“厦门市政”）的全资子公司，主要从事工程施工及工程代建等业务。

截至 2022 年 9 月末，公司注册资本和实收资本分别为 195.86 亿元和 265.78 亿元<sup>3</sup>，公司唯一股东和实际控制人均为厦门市国资委。截至 2022 年 9 月末，公司主要一级子公司共 6 家。

表 1：公司主要一级子公司情况（%、亿元）

全称	简称	持股比例	截至 2021 年末			2021 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
厦门市高速公路建设开发有限公司	高速建发	100	12.64	7.01	44.62	6.96	1.15
厦门路桥工程物资有限公司	工程物资公司	100	202.87	25.74	87.31	834.22	5.14
厦门路桥工程投资发展有限公司	工程投资公司	100	55.09	4.67	91.54	1.49	0.37
厦门路桥翔通股份有限公司	翔通股份	76.17	33.53	14.13	57.89	24.96	2.62
厦门路桥城市服务发展有限公司	城市服务公司	100	20.63	11.45	44.50	5.56	1.07
厦门路桥百城建设投资有限公司	百城建设	100	301.12	70.41	76.62	14.20	2.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期债券基础期限为 3 年，设置递延支付利息权和赎回选择权。

本期债券在约定的基础期限期末及每一个周期末，发行人有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；发行人不行使续期选择权则全额到期兑付。如果发行人行使续期选择权，本期债券后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

本期债券附设发行人递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支

<sup>2</sup> 现已更名为厦门路桥百城建设投资有限公司。

<sup>3</sup> 注册资本小于实收资本系未作工商变更。

付利息的行为。其中，强制付息事件指：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益金除外）；（2）减少注册资本。此外，利息递延下具以下限制事项：若发行人选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，发行人不得有下列行为：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益金除外）；（2）减少注册资本。

发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。

本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。如不递延，则按照上述付息周期付息；如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

## 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。根据本期债券发行时间和实际发行规模、募集资金到账时间、公司债务结构调整计划及其他资金使用需求等情况，发行人未来可能调整用于偿还公司债务的具体金额。

## 发行人信用质量分析概述

### 区域环境

厦门市是我国传统的对外通商口岸、著名的侨乡和台胞祖籍地，是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是“中国（福建）自由贸易试验区”三片区之一，也是两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、中央支持发展的国际航运中心、两岸区域性金融服务中心和两岸贸易中心，东南沿海重要的中心城市、港口及风景旅游城市。厦门市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。截至 2021 年末，厦门市常住人口 528 万。

依托良好的区位、政策优势及丰富的旅游和科教资源，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，且保持快速增长态势。2022 年厦门市实现地区生产总值 7,802.66 亿元，同比增长 4.4%，省内排名第三，在全国五大计划单列市中排名末尾；同年，厦门市人均 GDP14.78 万元，居省内第一位。

表 2：2022 年福建省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
福建全省	53,109.85	-	12.68	-	3,339.06	--
福州市	12,308.23	1	14.62	2	698.50	2
泉州市	12,102.97	2	13.68	3	526.79	3
<b>厦门市</b>	<b>7,802.66</b>	<b>3</b>	<b>14.78</b>	<b>1</b>	<b>883.77</b>	<b>1</b>

漳州市	5,706.58	4	11.26	7	250.60	4
宁德市	3,554.62	5	11.28	6	167.45	5
龙岩市	3,314.47	6	12.14	5	165.46	6
莆田市	3,116.25	7	9.68	8	151.05	7
三明市	3,110.14	8	12.54	4	111.35	8
南平市	2,211.84	9	8.28	9	104.06	9

注：地级市人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为厦门市财政实力提供了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，税收收入占比较高且财政平衡能力较强；而政府性基金收入是厦门市地方政府财力的重要补充，近三年维持较高水平。再融资环境方面，厦门市广义债务率处于福建省地级市中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，其中债券市场发行利差普遍低于全省地市平台同期限同品种的平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

**表 3：近年来厦门经济财政实力**

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	6,384.02	7,033.89	7,802.66
GDP 增速（%）	5.7	8.1	4.4
人均 GDP（万元）	12.39	13.32	14.78
固定资产投资增速（%）	8.8	11.3	10.2
一般公共预算收入（亿元）	783.94	880.96	883.8
政府性基金收入（亿元）	821.63	1,071.11	1,003.10
税收收入占比（%）	75.61	76.77	71.44
公共财政平衡率（%）	80.25	83.11	81.18

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；2、公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；3、2022 年财政数据为预算执行情况数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，厦门路桥业务状况较好；公司作为厦门市道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台，承接厦门市大中型桥梁、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，具备一定的业务竞争力；项目储备较为充裕，业务可持续性尚可；此外，公司发挥业务协同优势、发展钢材和混凝土等建材物资经营贸易业务，并积极拓展商办地产开发、游艇港运营等其他城市综合服务业务，业务多元化程度较高。

值得注意的是，公司从事的钢材和混凝土等建材物资经营贸易业务是其收入的主要来源，但该业务受宏观经济及相关市场行情影响较大，面临一定的市场风险，负面影响业务经营稳定性；同时且存在一定赊销，货款回收风险亦需关注。

**表 4：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）**

板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材贸易	468.14	93.53	2.45	638.68	94.59	2.33	834.91	95.50	2.36	603.99	90.88	2.06
混凝土销售	19.82	3.96	16.74	22.40	3.32	16.16	24.81	2.84	21.69	24.94	3.75	14.70
路桥收费	3.56	0.71	20.48	1.77	0.26	26.35	2.37	0.27	45.71	1.10	0.17	51.42



工程管理费	0.47	0.09	49.36	0.53	0.08	50.07	0.85	0.10	-135.56	1.26	0.19	61.77
游艇旅游等其他	8.51	1.70	51.45	11.83	1.75	34.92	11.32	1.29	48.57	33.80	5.08	12.86
<b>合计/综合</b>	<b>500.51</b>	<b>100.00</b>	<b>4.03</b>	<b>675.21</b>	<b>100.00</b>	<b>3.46</b>	<b>874.26</b>	<b>100.00</b>	<b>3.49</b>	<b>665.09</b>	<b>100.00</b>	<b>3.28</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 项目代建板块

公司在厦门市交通类基础设施建设领域占据主导地位，近年来承担了市内核心区域大型基础设施和市政工程项目代建，交通基础设施项目投资、建设与管理，道路桥隧管养维护等业务职能，较为充足的在手项目为该板块的后续开展提供良好保障；且该板块建设资金均由市财政或业主方资金拨付解决，公司无垫资压力。

公司工程代建业务由子公司工程投资公司、百城建设和高速建发负责运营。公司作为厦门市重要的交通基础设施投资建设主体，主要受厦门市政府及部分非政府类单位的委托负责项目建设，业务集中于厦门市核心区域，具备一定的业务竞争力。近年来，公司工程代建项目投入规模持续增加，收入规模亦呈增长趋势，但受到往年项目成本清算等因素影响，毛利率有所波动。

业务模式方面，公司代建项目采取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收取，其中建安投资的管理费比例为 0.40%~3.00%，勘察设计投资、设备购置的管理费比例为 1.00%。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。资金平衡方面，政府类代建项目建设资金由市财政解决，公司无需垫付资金；其他非政府类（主要包括厦门市土地开发总公司和厦门市公路事业发展中心等政府部门及事业单位）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。

表 5：近年来公司财政性资金使用情况（亿元）

资金来源	2019	2020	2021	2022.1~9
财政拨付资金	46.19	77.85	93.37	64.41
其他业主拨款	10.32	4.31	10.95	29.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 9 月末，公司主要在建项目包括厦门新机场（大小嶝造地工程）、第二东通道和新体育中心等，尚需投资规模较大；此外规划拟建厦门第三东通道等 14 个项目，总投资规模 761.40 亿元，公司工程代建项目业务可持续性良好。

表 6：截至 2022 年 9 月末公司主要在建工程代建项目情况（亿元）

项目名称	规划总投资	财政或业主出资比例	已投资额	2022 年	2023 年计划投资	2024 年计划投资
				10~12 月计划投资		
厦门新机场（大小嶝造地工程）	293.00	100%	185.87	20.11	42.00	45.02
翔安机场快速路大嶝岛段	23.13	100%	12.97	0.01	3.05	3.50
厦门高集海堤开口改造工程	33.69	100%	21.26	0.00	2.50	3.45
第二东通道	119.14	100%	95.45	13.69	10.00	0.00
芦澳路（马青路-翁角路段）	8.90	100%	8.90	0.00	0.00	0.00
海沧疏港通道工程	26.46	100%	21.19	2.21	3.06	0.00
翔安机场快速路北段（沈海高速至翔安南路）	37.41	100%	25.04	3.83	8.54	0.00
新体育中心	85.29	100%	73.53	5.50	6.26	0.00
厦门大桥改造加固	4.84	100%	4.04	0.80	0.00	0.00
大嶝岛西侧护岸和环嶝路工程	11.71	100%	6.07	1.70	3.94	0.00
厦门电力与清水进岛隧道土建工程	11.12	100%	0.37	0.21	2.00	3.05

马青路（石塘立交-翁厝立交）提升改造工程	9.38	100%	0.83	0.77	4.10	3.68
新 324 国道（灌新路-凤南七路段）提升改造工程 - 坂头立交以西段	22.68	100%	2.54	2.70	5.00	2.00
滨海东大道（翔安东路-莲河段）	14.88	100%	14.50	0.08	0.00	0.00
沈海高速公路厦门段马銮湾片区（前场二路）出入口及连接通道	6.53	100%	0.78	0.22	1.00	1.00
东山变进出线地下综合管廊工程（一期）	5.95	100%	5.88	0.00	0.00	0.00
国道 324 复线（同安段）二期完善工程	22.18	100%	11.40	0.80	2.00	2.00
海翔大道（公铁立交-香山段）提升改造工程	17.89	100%	12.30	0.80	2.00	0.20
新 324 国道（翔安段）提升改造工程	17.18	100%	2.38	1.20	3.00	3.00
国道 324（纵二线）厦漳界至凤山段工程	14.49	100%	6.58	0.50	3.00	3.00
新 324 国道（灌新路-凤南七路段）提升改造工程-坂头立交以东段	9.95	100%	1.10	0.80	2.50	2.00
沈海高速杏林互通及接线工程（灌口中路-国道 324 复线段）	9.45	100%	2.10	0.21	0.50	0.50
马銮湾南岸新阳大道以北道路一期	3.66	100%	3.26	0.00	0.00	0.00
美山路地下综合管廊工程	13.55	100%	12.90	0.00	0.00	0.00
厦门新机场东片区市政配套道路工程	5.47	100%	2.10	0.29	1.50	1.00
翔安东路（海翔大道--翔安南路段）综合管廊工程	5.31	100%	5.30	0.00	0.00	0.00
沈海高速杏林互通及接线工程（仙灵旗隧道-长泰段）	6.60	100%	0.00	0.25	0.50	0.50
<b>合计</b>	<b>839.84</b>		<b>538.64</b>	<b>56.68</b>	<b>106.45</b>	<b>73.90</b>

注：部分项目尚余零星工程未完工，暂计在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 路桥收费板块

公司共拥有“四桥两路一隧道”七处路产，目前仅有厦漳高速和厦成高速收取通行费，资产质量一般；且近年来，新冠疫情对高速公路车流量及通行费收入造成一定冲击，板块收入波动较大、稳定性较弱。

截至 2022 年 9 月末，公司运营的路桥资产主要是“四桥两路一隧道”，“四桥”是厦门市四条出岛大桥：厦门大桥、海沧大桥、杏林大桥、集美大桥，“一隧道”为翔安隧道，“四桥一隧”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（“四桥一隧”于 2019 年 5 月 1 日开始取消收费）；“两路”为厦漳高速公路（厦门段）以及厦成高速公路（厦门段）。

图 1：厦门市出岛通道示意图



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

收费结构方面，“四桥一隧”主要是通过收取年费的形式获取收入，年费收入全部纳入公司；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，但集美大桥、杏林大桥和翔安隧道的非年费部分则是划拨给市财政。根据“四桥一隧”的运营和债务本息偿还原则，“四桥一隧”的通行费优先支付债务本息，资金缺口部分再向厦门市财政申请资金拨付补充，目前“四桥一隧”的债务已偿还完毕。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》，自2019年5月1日零时起，停止收取车辆通行费，取消征收通行费后，“四桥一隧”的管养费用均由厦门市财政局拨款支付。

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，公司按实际支付的运营支出确认营业收入，剩余部分则计入递延收益。

路产经营方面，受“四桥一隧”于2019年5月1日起取消收费的影响，加之新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）防控期间（自2020年2月17日零时起至2020年5月6日零时）全国收费公路免收车辆通行费，公司2020年通行费收入大幅下降；随着疫情期间收费公路免收通行费政策影响的消除，厦漳高速厦门段和厦成高速厦门段通行费收入有所恢复，2021年路桥收入有所增长。现阶段，疫情对高速公路车流量及通行费收入仍构成一定冲击，需持续关注疫情反复对公司路桥收费板块经营稳定性及盈利能力造成不利影响。

**表 7：近年来公司路桥营运项目情况（公里、万辆、亿元）**

名称	通行里程	日均通行量				通行费收入			
		2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
厦门大桥	2.07	4.00	—	—	—	0.11	0.001	—	—
海沧大桥	6.99	7.87	—	—	—	0.10	—	—	—
集美大桥	5.44	3.72	—	—	—	0.10	0.003	—	—
杏林大桥	8.53	5.55	—	—	—	0.13	0.002	—	—
翔安隧道	8.00	5.02	—	—	—	0.13	0.002	—	—
过桥费年费	—	—	—	—	—	0.98	0.005	—	—
厦漳高速厦门段	11.85	3.13	2.98	2.87	2.32	1.53	1.17	1.59	1.09
厦成高速厦门段	18.00	2.40	2.64	2.71	2.37	0.85	0.59	0.78	0.35
<b>合计</b>	<b>60.88</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>3.93</b>	<b>1.77</b>	<b>2.37</b>	<b>1.44</b>

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、“四桥一隧”于2019年5月1日起取消收费，2020年收入系收缴的往年度欠缴通行费。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路桥养护方面，公司采用以日常养护为主的政策，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。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。同时根据厦门市财政和市国资委的复函，公司将固定资产中厦门大桥和海沧大桥资产转入“其他非流动资产”核算，中诚信国际将对该资产的处置情况以及财务处理持续关注。此外，厦漳高速公路厦门段为公司自营性项目，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，管养费用从该资产所获分配的通行费中支付。

## 建材经营板块

公司钢材贸易及混凝土经营整体发展态势良好，业务规模持续提升；该板块业务系公司业务收入的主要来源，与公司其他主营业务具有一定的协同效应，但易受宏观经济及相关市场行情影响，面临一定的市场风险，同时存在一定赊销，货款回收风险亦需关注；且 2022 年前三季度，公司钢材贸易业务新增占比超过 10% 的单一供应商及下游客户荣信钢铁，荣信钢铁涉及互保及债务风险，涉诉情况较多，中诚信国际将对后续荣信钢铁的经营风险及对公司的影响保持关注。

公司钢材贸易主要由工程物资公司经营。近年来公司逐渐拓展铁矿石、铁精粉、焦煤、焦炭等钢贸供应链上下游品种，目前钢材占比仍超过 80%。近年来，公司贸易业务持续扩张，收入贡献度逐步上升；其中 2021 年大宗商品贸易活跃，在钢材价格增长的推动下公司钢材贸易收入实现较快增长。

工程物资公司拥有 20 余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，上下游合作关系较为稳固。目前钢材贸易业务除福建地区外，已遍布华东地区（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）和华南地区（广州、深圳、佛山）等地，其中华东、华北和福建是公司最主要的销售区域。

**表 8：近年来公司钢材贸易主要销售区域情况（万吨、亿元）**

项目	2019		2020		2021		2022.1~9	
	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	260.45	113.54	262.70	97.90	285.09	130.85	144.87	62.56
其中：政府基础建设采购用	54.33	20.46	53.79	17.75	5.96	1.71	35.16	14.63
华东	574.31	213.17	929.68	301.29	604.21	268.98	547.69	219.64
西南	25.04	10.29	33.77	12.62	59.76	28.96	14.76	6.52
华北	231.39	78.00	416.7	143.19	396.40	181.97	268.78	103.58
华南	142.34	53.14	105.85	39.22	150.54	72.22	84.7	37.02
<b>合计</b>	<b>1,233.53</b>	<b>468.14</b>	<b>1,748.70</b>	<b>594.23</b>	<b>1,496.00</b>	<b>682.97</b>	<b>1,060.80</b>	<b>429.32</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，工程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，系燕钢、河钢、本钢、日照、华菱、鞍钢、营口钢铁、沙钢、济钢、方大特钢、三钢和三宝等钢厂的一级代理商。工程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。公司 2021 年采购供应商集中度较低。但是，2022 年 1~9 月，公司对河北荣信钢铁有限公司（以下简称“荣信钢铁”）的单一采购额度超过 10%，采购预付款比例为 100%。

**表 9：2021 年及 2022 年 1~9 月公司钢材贸易前五大供应商采购情况（万元）**

供应商名称-2021 年	采购金额	占比
辽宁同泰国际贸易有限公司	470,585.89	5.27%
福建三宝钢铁有限公司	419,095.76	4.70%
福建闽光云商有限公司	228,056.97	2.56%
河北龙达实业有限公司	226,496.72	2.54%
河北燕山钢铁集团有限公司	209,341.47	2.35%
<b>合计</b>	<b>1,553,576.80</b>	<b>17.41%</b>
供应商名称-2022 年 1~9 月	采购金额	占比
河北荣信钢铁有限公司	810,463.01	12.34%
冀南钢铁集团有限公司	426,208.63	6.49%



厦门路桥建设集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券  
(第一期) 信用评级报告

福建三宝钢铁有限公司	318,239.15	4.84%
唐山港陆钢铁有限公司	196,087.44	2.98%
山西金鼎潞宝能源科技有限公司	193,371.68	2.94%
<b>合计</b>	<b>1,944,369.91</b>	<b>29.59%</b>

注：采购金额为当年实际含税采购金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，工程物资公司继续发挥钢厂资源优势，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，工程物资公司通过销售结构调整，目前已逐步退出纯商业地产项目，绝大部分的销售都用于所在各区域各城市的重要基础设施建设，具有较好的销售保障，同时也降低了销售客户市场风险。结算方面，公司销售主要有两种收款方式，第一种是现款模式（约占七成），采用预收全款后发货，毛利率约为 1.5%；第二种是赊销销售（约占三成），即先发货再收款，信用期多为 60~90 天，毛利率约为 5%，该赊销模式下货款回收风险需关注。结算方式多是收取现款，个别客户若用银行承兑汇票付款，工程物资公司将加收贴息费用。2021 年公司客户集中度较低，但 2022 年 1~9 月新增荣信钢铁单一销售额度超过 10%，公司向荣信钢铁销售铁矿石、焦煤等原材料，采用 100% 预付款政策。荣信钢铁同时作为公司贸易业务新增上下游，系公司探索贸易产业链延伸新模式，与钢铁厂商从原材料和产品端拓展合作所致。荣信钢铁为河北鑫达钢铁集团有限公司（以下简称“河北鑫达钢铁”）全资子公司，河北鑫达钢铁涉及多起数据造假及超标排放、污染环境案件，而荣信钢铁涉及互保及债务风险，涉诉情况较多，中诚信国际将对后续荣信钢铁的经营风险及对公司的影响保持关注。

表 10：2021 年及 2022 年 1~9 月公司钢材贸易前五大客户销售情况（万元）

客户名称-2021 年	销售金额	占比
唐山东华钢铁企业集团有限公司	166,885.04	2.00%
吉林华明管业有限公司	120,615.97	1.44%
中国建筑第四工程局有限公司采购中心	117,792.15	1.41%
广汇电子商务（西安）有限公司	109,011.33	1.31%
临沂龙正物资有限公司	100,937.03	1.21%
<b>合计</b>	<b>615,241.52</b>	<b>7.37%</b>
客户名称-2022 年 1~9 月	销售金额	占比
河北荣信钢铁有限公司	617,316.43	14.38%
河北文丰轧钢有限公司	287,991.15	6.71%
山西鑫天正贸易有限公司	172,942.54	4.03%
唐山恒茂供应链管理有限公司	165,399.89	3.85%
迁安市成勇福商贸有限公司	96,481.58	2.25%
<b>合计</b>	<b>1,340,131.60</b>	<b>31.21%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司混凝土经营业务主要由翔通股份负责运营；翔通股份通过混凝土的生产销售获得收益。近年来，由于公司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提供较大便利，混凝土销量及收入保持增长。

表 11：近年来公司混凝土销售情况（万立方米、亿元）

时间	销量	销售收入	厦门市基础建设采购占比
2019	416.70	19.82	27.94%
2020	451.17	22.40	33.02%
2021	502.45	24.81	40.17%
2022.1~9	558.48	24.94	44.74%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品预拌混凝土属特殊商品，实行“以销定产”的销售方式，近几年产品产销率均保持在100.00%。销售方面，公司客户集中度较低。采购方面，公司采购品种主要为水泥、沙石等，以市场价格交易。

**表 12：公司混凝土业务前五大客户销售情况（万元）**

2021 年客户名称	销售额	占比
中铁十四局集团第三工程有限公司	11,716.82	4.72%
中交二公局第一工程有限公司	10,788.66	4.35%
中国建筑第四工程局有限公司	10,700.92	4.31%
中国建筑第八工程局有限公司	9,722.48	3.92%
中交第一航务工程局有限公司	8,917.69	3.59%
<b>合计</b>	<b>51,846.57</b>	<b>20.90%</b>
2022 年 1~9 月客户名称	销售额	占比
中国建筑第八工程局有限公司	9,285.00	3.72%
中交二公局第一工程有限公司	6,810.00	2.73%
中铁三局集团有限公司	6,637.50	2.66%
中铁隧道局集团有限公司	5,624.73	2.26%
厦门思总建设有限公司	5,308.00	2.13%
<b>合计</b>	<b>33,665.23</b>	<b>13.50%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的钢材贸易和混凝土销售业务发展初期定位为与集团内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，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、适度地调整工程物资公司和翔通公司的发展模式，以增强其市场竞争力。工程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，取得厦门地铁工程、海峡金融中心和厦门机场 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。

## 其他业务板块

作为定位为城市发展的服务商的企业，公司致力于为城市提供绿化、保洁等公共服务以及休闲、娱乐、运动等生活服务，积极拓展商办地产开发、游艇港运营等其他城市综合服务业务，多元化业务格局初步形成。此外，公司于 2021 年获得海沙矿开采权，2022~2023 年随着海沙的销售公司其他业务收入规模将大幅增加。

公司其他业务主要涵盖市政设施管理、园林绿化工程施工、城市绿化管理、公路管理与养护等公共服务以及休闲、娱乐、运动等生活服务。城市服务公司定位为城市发展的服务商，为城市提供绿化、保洁等公共服务以及休闲、娱乐、运动等生活服务。目前，城市服务公司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为 25 万平方米(占地面积为 9 万平方米)，包含用于自持和出售的写字楼及配套车位，总投资 24.15 亿元，已于 2019 年完工。截至 2022 年 9 月末，该项目中公司自持物业面积为 10.99 万平方米，自持公共停车位 400 个，已累计销售面积(含车位) 4.95 万平方米，累计实现销售收入 13.61 亿元，剩余可售面积(含车位)约 11.5 万平方米，未来可对收入及现金流提供一定支撑。

此外，公司于 2021 年 4 月与厦门市自然资源和规划局签订《福建省厦门湾口 A 矿区海沙矿采矿权和海域使用权“两权合一”出让合同》，获得厦门湾口 A 矿区海沙矿（6.20 平方公里）的三年开采权，合同金额合计 10.31 亿元，公司计入“无形资产”科目。该采矿权总开采量合计 9,000 万立方米，公司拟开采海沙并销售用于厦门新机场的建设，于 2022~2023 年分别开采 6,000 万立方米和 3,000 万立方米并相应结转无形资产摊销；2022 年，公司实现销售收入 35.72 亿元。

## 财务风险

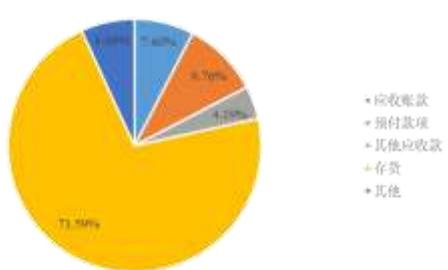
中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于股东方持续增资，公司近年来经调整的所有者权益持续增长，具备很强的资本实力，财务杠杆水平处于合理水平；且公司经营获现能力较好，EBITDA 对债务利息形成有效覆盖；但受业务持续发展影响，公司债务规模增长较快，面临一定的短期偿债压力。

## 资本实力与结构

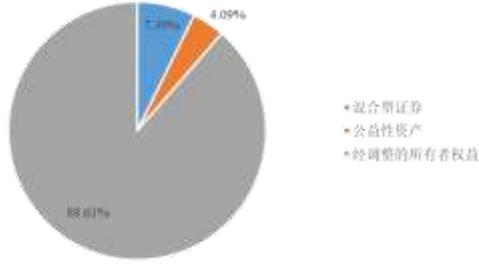
公司的地位突出，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，同时资产规模保持增长趋势；财务杠杆水平处于合理水平；但公司资产以代建工程开发项目成本为主，具备一定规模以成本法入账的投资性房地产，资产收益性尚可但流动性不足，整体资产质量一般。

作为厦门市重要的交通类基础设施建设主体，公司在厦门市的战略地位显著，近年来服务于全市道路桥梁隧道市政和文体场馆等代建工程项目的投资建设，资产规模在既有体量基础上仍保持增长态势，2019~2021 年复合增长率为 5.28%。而 2022 年随着百城建设的划入令公司资产规模大幅增加，资本实力获得提升，截至 2022 年 9 月末，公司总资产规模增至 1,140.68 亿元，相较上年末增长 31.89%。

公司目前形成了以项目代建、路桥收费、建材经营及城市运营等其他业务为主的四大业务板块，资产主要由货币资金和上述业务形成的存货、应收类款项及投资性房地产、其他非流动资产等构成，并呈现以流动资产为主的结构，其占总资产的比重逾 90%。预计公司仍将保持上述业务布局且资产结构维持稳定。其中，公司应收账款主要系钢材贸易产生，2019~2021 年公司应收账款周转率分别为 18.00 倍、17.01 倍和 13.97 倍，近年公司应收账款周转率持续下降，由于下游客户景气度下行压力较大，终端业务带来一定的应收账款回收风险；其他应收款主要系对福建省铁路投资有限责任公司的代投资款，经营性应收款对象较为分散且账期可控；公司存货规模占总资产的比例逾 70%，主要由代建工程开发项目构成，2022 年随着百城建设的划入而大幅增加，需关注项目结转造成的资产波动风险。此外，公司自主投资建设及历史划入的投资性房地产具备一定规模，收益性尚可，但资产构成中以代建工程项目投资成本为主要构成的存货占比极高，且具备一定规模以非收费路桥为主要构成的公益性资产，较大规模资金沉淀一定程度上削弱了公司资产流动性。同时，公司保有较大规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，其中约 15%货币资金因用于保证金等因素使用受限。总体来看，公司资产收益性尚可，流动性偏弱，资产质量一般；需关注公司代建项目结算情况和非收费路桥资产的后续处置或盘活计划。

**图 2：截至 2022 年 9 月末公司资产分布情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**图 3：截至 2022 年 9 月末公司权益情况**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要系刚性债务以及因承接代建工程开发项目形成的应付账款和预收款项，其中 2022 年 9 月末公司刚性债务占总负债的比例约为 34%，预收款项占总负债的比例约为 55%。近年来公司债务规模增长较快，2019~2021 年末债务的复合增长率约 19%，主要系公司建材经营贸易业务高速发展，以应付票据为主的短期债务快速增加。公司债务以应付票据、银行借款、发行债券为主，且票据保证金比例较低，银行借款多为信用及担保借款，债券融资类型及渠道较多元；由于公司代建业务资金目前均来自财政及业主方资金，长期债务规模有限，债务结构以短期为主，存在一定的短期偿债压力，债务结构有待改善。近年来，受益于划入百城建设、公司及参控股企业利润的积累，公司实收资本、未分配利润及少数股东权益均稳步增长<sup>4</sup>，带动经调整的所有者权益<sup>5</sup>增长，同时负债规模亦有所增长，总体看公司财务杠杆水平整体保持相对稳定，资产负债率始终在 70% 左右，总资本化比率始终维持在 50% 以下。公司代建项目建设预计仍主要依赖财政及业主方资金满足投资资金缺口，建材贸易经营业务预计持续发展、推动净债务有所增长，其中 2022 年受益于所有者权益的增长，公司财务杠杆率或将维持稳定。

**表 13：近年来公司主要财务状况（亿元、%）**

项目	2019	2020	2021	2022.9
总资产	780.32	799.52	864.84	1,140.68
经调整的所有者权益合计	222.45	227.03	233.73	303.51
总债务	160.85	200.14	226.23	269.84
短期债务占比	70.03	75.99	75.59	77.06
资产负债率	69.70	69.23	69.04	69.97
总资本化比率	41.96	46.85	49.18	47.06

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**表 14：截至 2022 年 9 月末公司债务本金到期分布情况（亿元）**

债务分类	类型	利率区间	金额	1 年以内（含 1 年）	1 年以上
银行借款	信用、担保等	3.0%~4.55%	110.77	89.12	21.72
债券融资	可续期公司债、SCP、公司债等	1.8%~3.93%	60.50	20.50	40.00
其他	应付票据	—	97.83	97.83	—
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>269.13</b>	<b>207.41</b>	<b>61.72</b>

注：1、中诚信国际将计入其他权益工具的债券融资均划分入 1 年以上的长期债务核算；2、公司未将租赁负债视为债务并统计其到期分布情况，故未予上表列示；3、一年内到期非流动负债中含一年内到期的应付利息及一年内到期的租赁负债，故上表债务本金到期分布加总和本报告列示总债务数据间存在差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

<sup>4</sup> 2022 年厦门市国资委将百城集团 100% 股权注入公司，增加公司实收资本（国有资本）68.23 亿元。

<sup>5</sup> 截至 2022 年 6 月末，公司因发行永续债形成的其他权益工具金额为 25.00 亿元（占同期末未经调整的所有者权益的比重为 7.26% 左右）；因政府拨付公益性桥隧项目建设资金形成的实收资本为 14.02 亿元（占同期末未经调整的所有者权益的比重为 5.27% 左右）。

## 偿债能力

公司经营获现能力较好，*EBITDA* 可对债务利息形成有效覆盖；同时，公司项目建设资金来源主要系财政及业主方提前拨付，对外融资依赖度较低，但建材经营业务周转形成一定的短期资金需求，公司存在一定的短期债务压力；考虑到区域良好的融资环境，公司偿债风险可控。

公司经营活动现金流主要受贸易、混凝土销售等经营活动和代建工程的财政资金拨付影响呈现波动趋势，近三年呈净盈余状态。其中 2021 年，公司贸易、混凝土销售等业务规模扩张，加之代建工程项目财政资金拨付到位较多，使得当年经营活动现金流呈现净流入状态。整体来看，公司经营获现能力较好，近三年累计经营活动净现金流对累计债务利息形成良好覆盖。

公司 *EBITDA* 主要由利润总额和费用化利息支出构成，近年公司 *EBITDA* 及 *EBITDA* 利息保障倍数均呈增长趋势，*EBITDA* 对利息形成有效覆盖。

公司项目建设资金来源主要系财政及业主方提前拨付，对外部融资依赖度较低，但建材经营业务周转形成一定的短期资金需求，公司以应付票据为主的短期债务规模较大，存在一定的短期偿债压力。考虑到厦门市良好的区域经济财力支撑、公司在金融市场具备良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，偿债风险可控。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~9
经营活动产生的现金流量净额	18.71	-11.64	22.24	43.98
收现比	1.14	1.11	1.09	1.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.61	-2.00	3.40	--
<i>EBITDA</i> <sup>6</sup>	13.01	15.07	19.18	--
<i>EBITDA</i> 利息覆盖倍数	2.51	2.59	2.93	--

注：“--”表示不适用或数据不可比；

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

本期债券为可续期公司债券，发行人存在续期选择权、递延支付利息权和赎回选择权。若发行人选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定或者提前赎回债券，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

## 其他事项

受限情况方面，截至 2022 年 9 月末，公司受限资产占当期末总资产的 1.17%，其中受限货币资金 12.81 亿元、受限投资性房地产 0.56 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年 9 月末，公司无对外担保情况；主要未决诉讼涉诉总额共计 1.52 亿元，主要系工程施工合同结算纠纷及资产租赁纠纷产生。

此外，2023 年 1 月 16 日，公司发布《厦门路桥建设集团有限公司关于子公司涉及重大诉讼的公告》(以下简称“《公告》”)，《公告》称，城市服务公司于 2023 年 1 月 12 日收到福建省厦门市中级人民法院出具的司法文书((2023) 阖 02 民初 1 号)，城市服务公司作为被告涉及与原告厦门

<sup>6</sup> 中诚信国际计算 *EBITDA* 指标时将资产处置收益等非经常性损益进行扣除。

雷霆互动网络有限公司（以下简称“雷霆公司”）的民事诉讼。

2018 年 8 月，雷霆公司与城市服务公司就由城市服务公司开发的厦门市湖里区“五缘湾 2013P03 地块”A4 号楼（以下称“A4 办公楼”）按单元数分别签署了 122 份《商品房买卖合同（预售）》（以下简称“《买卖合同》”），购房总价款 3.72 亿元。2019 年 12 月，城市服务公司向雷霆公司交付 A4 办公楼。2022 年 10 月 26 日，雷霆公司向城市服务公司发出《通知函》，以 A4 办公楼主体结构质量经其单方检测不满足要求为由通知城市服务公司解除《买卖合同》，并要求城市服务公司退还全部购房款并给付利息及因 A4 办公楼产生的各项成本损失。城市服务公司于 2022 年 10 月 27 日收到《通知函》后，于 2022 年 11 月 11 日复函表示不同意解除合同，双方协商无果，雷霆公司向厦门市中级人民法院提起诉讼，提出确认《买卖合同》于 2022 年 10 月 27 日解除，判令城市服务公司退还购房款、利息，赔偿检测鉴定费、购房税费损失、物业服务相关费用损失等各项款项和损失暂计 5.02 亿元并承担本案的诉讼费用的诉讼请求。

公司上述 A4 办公楼于 2019 年 11 月 30 日通过竣工验收，于 2019 年 12 月 11 日取得《竣工验收备案证明书》，房屋质量合格；公司目前已会同各参建单位充分研究、论证，亦通过不同渠道向行业专家咨询意见，公司认为《买卖合同》不具备合同解除要件。截至目前，本次诉讼已由福建省厦门市中级人民法院立案受理，尚未开庭审理，诉讼结果存在不确定性，中诚信国际将持续关注上述事项的后续发展，并及时评估后续诉讼及判决结果对公司信用状况可能产生的影响。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 2 月 24 日，公司本部近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>7</sup>

### 假设

——2022 年公司仍作为厦门市重要的交通基建主体和道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台，当年无偿划入百城建设，资产规模及资本实力获得提升。

——公司收入结构保持稳定，工程建设及建材经营板块稳步发展，其他业务板块因合并范围扩大和海沙开采权的注入及海沙于 2022~2023 年的集中开采销售而显著增长，收入及盈利水平将稳步提升。

——2022 年，公司项目建设投资规模预计在 100~200 亿元，股权投资支出投资规模在 0~20 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2022 年债务类净融资 20~50 亿元，预计 2022 年可以持续获得业主方项目资金拨付。

<sup>7</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## 预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率 (%)	46.85	49.18	41.47~50.69
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.59	2.93	2.61~3.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2022 年 9 月末公司可动用账面资金为 105.56 亿元，可为公司日常经营、投资支出及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年 9 月末，公司银行授信总额为 245.67 亿元，尚未使用授信额度为 80.00 亿元，备用流动性较为充足。此外，厦门市区域经济、财政实力很强，区域净融资水平较好，为公司提供了良好的融资环境；作为厦门市重要的交通基础设施投资建设主体、道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

公司流动性需求主要来自于项目建设、对外投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年项目代建建设投资支出的资金需求规模预计共计 100~200 亿元，主要通过财政资金解决。到期债务方面，截至 2022 年 9 月末，公司未来一年的到期债务约 200 亿元，且 2021 年公司利息支出增至 6.54 亿元，预计未来一年公司的利息支出将随着债务规模的增加而增加，公司到期债务主要依靠借新还旧及自有资金偿付。

综合考虑到厦门市经济财政实力、公司对外部融资较低的依赖度及同金融机构紧密关系、在资本市场良好的融资渠道和再融资能力，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析

**中诚信国际认为，公司 ESG 表现好，ESG 对持续经营和信用风险基本无负面影响。**

环境方面，“双碳”背景下，公司建筑生产业务可能会面临一定的环境风险，目前未受到监管处罚。

社会方面，公司人员流动较为稳定，近年来未发生业务运营事故，且不存在尚未了结的或可预见的、且影响公司持续经营的重大诉讼、仲裁及行政处罚情况。

治理方面，公司对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时；但在厦门市国有经济布局优化背景下合并范围有所波动，建材贸易经营业务收入高速增长且单一业务占比极高，战略规划有待进一步明确。

## 外部支持

**中诚信国际认为，厦门市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

厦门作为福建省唯一计划单列市，经济发展强劲，人口虹吸效应明显，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为经济及财政提供有力支撑。近年厦门市 GDP、地方一般预算收入在福建省分别稳居第 3 位和第 1 位。政府债务余额适中，始终控制在限额以内，债务率处于相对合理水平，同时区域内融资平台数量适中，隐性债务风险较低。

**同时，厦门市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性高：公司在厦门全市的交通基础设施建设和城市运营中处于重要地位，公司与其他市级平台的职能定位不同、各自分工较为明确，百城建设的无偿划入亦夯实公司作为厦门市重要的交通基础设施投资建设主体、道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台的职能定位，区域重要性高。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由厦门市国资委直接控股，根据市政府意图承担重大项目建设任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付和运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，政府还以股权划入等形式对公司提供支持，2022 年以来将百城建设国有股权无偿划入公司，增加公司实收资本 68.23 亿元。

**表 17：厦门市主要一级平台比较（亿元、%）**

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润
厦门火炬集团有限公司	厦门市国资委 100%	重要的基础设施开发建设及国有资产经营主体，科技创新产业园区的开发建设运营、相关技术服务、相关产业投资和配套金融服务的综合性投资发展集团。	388.53	165.71	57.35	74.70	1.01
厦门轨道建设发展集团有限公司	厦门市国资委 100%	轨道交通投资建设运营和出行服务商	1,704.73	685.86	59.77	26.02	-7.35
厦门市政集团有限公司	厦门市国资委 100%	城市建设发展运营主体，主要布局新城开发、城市更新建设开发运营、民生保障、生态环保、公共服务等板块	2,293.99	905.28	60.54	52.58	4.93
<b>厦门路桥建设集团有限公司</b>	<b>厦门市国资委 100%</b>	<b>道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台</b>	<b>1,142.59</b>	<b>344.18</b>	<b>69.88</b>	<b>414.68</b>	<b>4.69</b>

注：由于厦门市级类平台在 2022 年发生资产重组，故总资产、所有者权益和资产负债率均采用 2022 年 6 月末数据，同时营业总收入和净利润采用 2022 年 1~6 月数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，厦门市政府对公司很强的支持能力和强支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

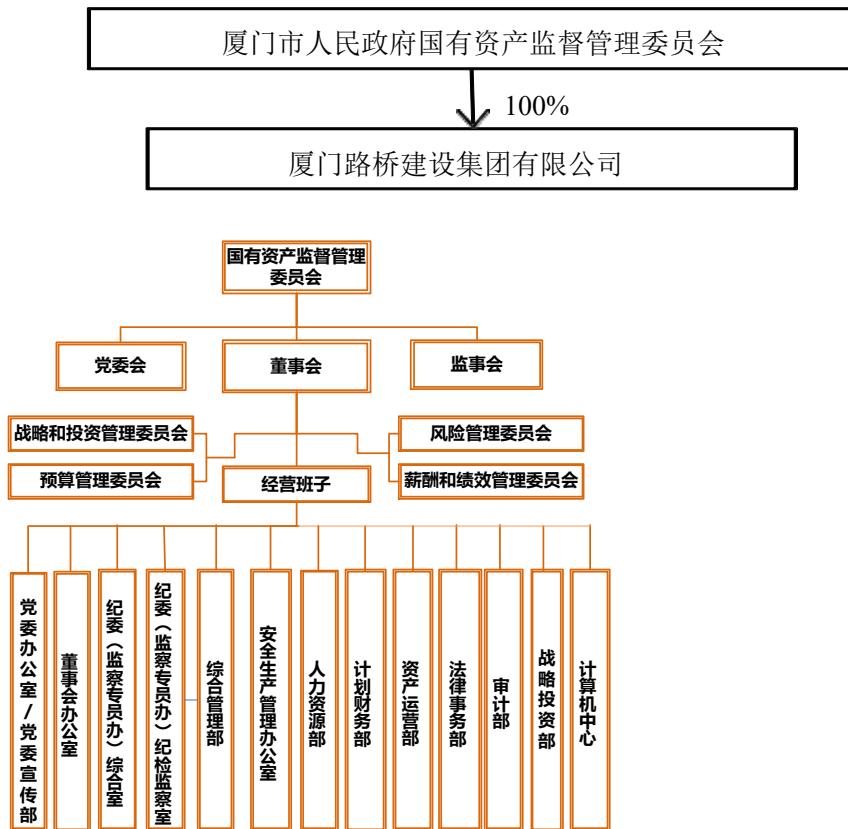
## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“厦门路桥建设集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行可续



期公司债券（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及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：厦门路桥建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
货币资金	657,217.60	657,263.18	729,749.96	1,183,636.32
非受限货币资金	554,084.26	534,773.30	584,613.40	1,055,562.33
应收账款	318,858.53	454,581.15	793,165.67	776,678.93
其他应收款	745,025.29	757,238.82	457,087.87	428,470.45
存货	4,956,048.86	4,794,513.28	5,007,048.49	7,318,354.70
长期投资	56,641.54	65,647.12	54,085.90	94,616.70
在建工程	3,611.35	4,354.62	294.46	2,793.67
无形资产	39,663.23	33,380.00	136,211.77	50,804.08
资产总计	7,803,174.81	7,995,196.23	8,648,409.13	11,406,762.01
其他应付款	104,534.60	59,680.73	113,861.19	110,867.72
短期债务	1,126,363.11	1,520,842.00	1,710,205.63	2,079,287.94
长期债务	482,150.75	480,527.93	552,122.15	619,154.47
总债务	1,608,513.86	2,001,369.93	2,262,327.78	2,698,442.41
负债合计	5,438,474.43	5,534,690.44	5,970,894.32	7,981,473.92
利息支出	51,860.97	58,117.63	65,445.28	--
经调整的所有者权益合计	2,224,523.38	2,270,328.78	2,337,337.81	3,035,111.08
营业总收入	5,005,125.33	6,752,062.82	8,742,596.18	6,650,878.69
经营性业务利润	69,980.06	88,751.20	132,471.63	92,614.11
其他收益	2,406.12	9,241.78	3,609.69	2,089.14
投资收益	10,675.34	16,253.48	2,071.71	2,969.90
营业外收入	1,099.88	2,583.52	6,434.92	1,605.58
净利润	49,314.33	72,855.63	83,788.86	70,993.51
EBIT	110,843.11	131,919.83	168,030.94	--
EBITDA	130,070.15	150,733.97	191,843.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金	5,684,016.92	7,525,301.23	9,556,922.91	7,264,228.10
收到其他与经营活动有关的现金	102,667.43	1,083,941.06	787,794.20	1,599,036.10
购买商品、接受劳务支付的现金	5,462,578.98	7,362,546.70	9,379,801.15	6,809,896.46
支付其他与经营活动有关的现金	20,167.33	1,235,060.03	578,398.83	1,449,900.48
吸收投资收到的现金	80,000.00	62,950.75	155,075.00	50,000.00
资本支出	24,993.47	19,835.22	117,379.54	5,006.40
经营活动产生的现金流量净额	187,054.59	-116,447.47	222,400.60	439,807.11
投资活动产生的现金流量净额	-175,406.60	-49,721.24	-124,952.41	139,956.13
筹资活动产生的现金流量净额	-27,438.46	146,668.41	-47,418.74	19,259.68
现金及现金等价物净增加额	-15,792.00	-19,500.31	50,029.45	599,022.92
财务指标	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
营业毛利率(%)	4.03	3.46	3.49	3.28
期间费用率(%)	2.41	2.06	1.81	1.67
应收款项占比(%)	13.63	15.16	14.46	10.57
收现比(X)	1.14	1.11	1.09	1.09
资产负债率(%)	69.70	69.23	69.04	69.97
总资本化比率 (%)	41.96	46.85	49.18	47.06
短期债务/总债务(%)	70.03	75.99	75.59	77.06
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.61	-2.00	3.40	--
总债务/EBITDA(X)	12.37	13.28	11.79	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.10	0.11	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.51	2.59	2.93	--

注：1、中诚信国际根据厦门路桥提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年审计报告以及未经审计的2022年三季度财务报表整理，其中2019、2020年数据分别使用2020、2021年审计报告期初数，2021年、2022年三季度数据分别使用2021年审计报告及2022年三季度财务报表期末数；2、公司未提供2022年三季度资本化利息和折旧、摊销等现金流量表补充数据，相关指标无法计算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项	
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项	
总债务	长期债务+短期债务	
资本结构	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	经营性业务利润	营业收入-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流偿债能力	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
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象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。
<b>A</b>	受评对象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。
<b>BBB</b>	受评对象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。
<b>BB</b>	受评对象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>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低，违约风险极高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)