



厦门路桥建设集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0450 号

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人构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 14 日

本次跟踪发行人及评级结果	厦门路桥建设集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 路桥 02”、“21 路桥 Y1”、“21 路桥 Y2”、“22 路桥 01”、“22 路桥 Y1”、“23 路桥 Y1”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。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，需关注短期债务规模增长较快、建筑材料贸易业务面临一定的市场和资金回收风险、跟踪期内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。

评级展望

中诚信国际认为，厦门路桥建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

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；且跟踪期内，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，主营范围有所拓宽。

关注

- **短期债务规模增长较快。**随着业务的不断推进，公司短期债务持续攀升，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，跟踪期内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，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，跟踪期内公司钢材贸易业务新增占比超过10%的单一供应商荣信钢铁，且向荣信钢铁销售铁矿石、焦煤等原材料，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）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	799.52	1,202.85	1,226.26
经调整的所有者权益合计（亿元） ¹	227.03	305.32	307.77
负债合计（亿元）	553.47	863.51	879.47
总债务（亿元）	200.14	257.02	257.97
营业总收入（亿元）	675.21	890.41	948.38
经营性业务利润（亿元）	8.88	13.73	13.19
净利润（亿元）	7.29	10.58	9.53
EBITDA（亿元） ²	15.07	22.16	32.05
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-11.64	24.97	36.74
总资本化比率(%)	46.85	45.71	45.60
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.59	3.47	5.67

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 2021 年度和 2022 年度审计报告整理，其中 2020 年、2021 年数据分别使用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年数据使用 2022 年审计报告期末数；2022 年公司发生同一控制下的企业合并，2021 年数据为追溯调整数据；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，中诚信国际将计入其他流动负债的有息负债调整至短期债务，将计入其他权益工具的有息负债调整至长期债务。

评级历史关键信息

厦门路桥建设集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/07/27	刘凯、段斌	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法（C250000_2019_02）	阅读全文
AAA/稳定	--	2016/01/20	陈晓晓、吴承凯、袁龙华	地方政府融资平台评级方法 CCXR2015010	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	厦门路桥	泉州城建	济南城建	宁波城建
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	福建省-厦门市	福建省-泉州市	山东省-济南市	浙江省-宁波市
GDP（亿元）	7,802.66	12,102.97	12,027.50	15,704.30
一般公共预算收入（亿元）	883.77	526.79	1,001.14	1,680.13
所有者权益合计（亿元）	346.78	758.48	943.16	433.23
总资本化比率（%）	45.60	38.31	72.98	55.87*
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	5.67	0.67	0.39	1.12*

注：1、济南城建系“济南城市建设集团有限公司”的简称；泉州城建系“泉州城建集团有限公司”的简称；宁波城建系“宁波城建投资控股有限公司”的简称；2、该比较表所有者权益均为未经调整的 2022 年财务报表数值；3、截至本报告出具日，由于宁波城建暂未公开披露 2022 年度总债务、利息支出等数据，故本比较表中带*指标（总资本化比率、EBITDA 利息覆盖倍数）使用该企业 2021 年度数值进行比较。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
23 路桥 Y1	AAA	AAA	2023/3/24	10	10	2023/04/06~2026/04/06 (3+N)	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务、调整票面利率、有条件赎回、延期、利息递延权、偿债保障承诺
22 路桥 Y1	AAA	AAA	2022/6/23	5	5	2022/01/18~2025/01/18 (3+N)	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务、延期、有条件赎回、利息递延权、调整票面利率、偿债保障承诺
22 路桥 01	AAA	AAA	2022/6/23	5	5	2022/01/12~2025/01/12	--

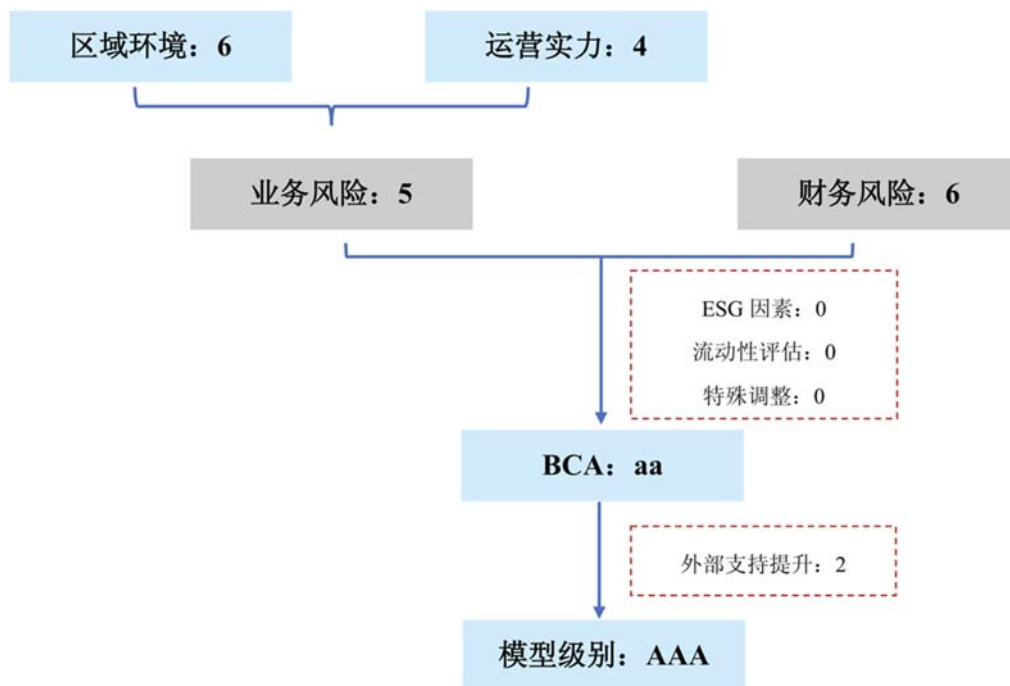
¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债和因政府拨付公益性桥隧项目建设资金形成的净资产。

² 除特别说明外，此处及报告中使用的 EBITDA 及相关指标均经调整营业外收支等非经常性损益。

21 路桥 Y2	AAA	AAA	2022/6/23	5	5	2021/08/31-2024/08/31 (3+N)	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务、续期选择权、赎回选择权
21 路桥 Y1	AAA	AAA	2022/6/23	10	10	2021/06/24-2024/06/24 (3+N)	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务、利息递延权、调整票面利率、有条件赎回、延期
20 路桥 02	AAA	AAA	2022/6/23	10	10	2020/12/21-2023/12/21	--

评级模型

厦门路桥建设集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，厦门市区域环境较好，为厦门路桥的发展提供了良好的外部环境。同时，厦门路桥承担的道路桥梁隧道等市政基础设施业务具备较强专营性，业务持续性较好。但是，厦门路桥较大规模的贸易业务面临一定的宏观经济风险和市场风险，或负面影响业务稳定性；且围绕贸易业务和基础设施代建业务形成的以存货和应收类款项为主的资产价值一般。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，厦门路桥所有者权益持续增长，具备较强的资本实力，总资本化比率及 EBITDA 利息保障倍数均处于良好水平；但公司短期债务增长较快且占总债务的比重较高，公司资本结构有待优化。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对厦门路桥个体基础信用等级无影响，厦门路桥具有 aa 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，厦门市政府有很强的支持能力，对公司具备强支持意愿，主要体现在厦门市作为计划单列市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；厦门路桥系厦门市重要的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，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府极强的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“23 路桥 Y1”、“22 路桥 Y1”、“22 路桥 01”、“21 路桥 Y2”、“21 路桥 Y1”、“20 路桥 02” 分别募集资金 10.00 亿元、5.00 亿元、5.00 亿元、5.00 亿元、10.00 亿元、10.00 亿元，截至目前，募集资金均已使用完毕，资金用途符合募集说明书约定。

重大事项说明

跟踪期内，公司发生同一控制下的企业合并。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³100%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 年末，百城建设总资产为 275.47 亿元，净资产为 71.78 亿元；2022 年，百城建设实现营业总收入 15.73 亿元，实现净利润 0.60 亿元。该事项令公司资本实力大幅增强，且主营范围有所拓宽。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要

³ 现已更名为厦门路桥百城建设投资有限公司。

性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

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 2022 年末，厦门市常住人口 530.8 万人。

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 GDP14.7 万元，居省内第一位。

表 1：2022 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	-	12.7	-	3,339.06	--
福州市	12,308.23	1	14.6	2	698.52	2
泉州市	12,102.97	2	13.7	3	526.79	3
厦门市	7,802.66	3	14.7	1	883.77	1

漳州市	5,706.58	4	11.3	7	250.54	4
宁德市	3,554.62	5	11.3	6	167.45	5
龙岩市	3,314.47	6	12.1	5	165.46	6
莆田市	3,116.25	7	9.7	8	151.05	7
三明市	3,110.14	8	12.6	4	111.35	8
南平市	2,211.84	9	8.3	9	104.06	9

注：部分地级市人均 GDP 系根据 2022 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级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 2：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）	12.4	13.3	14.7
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，跟踪期内，厦门路桥延续原有业务职能，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，项目储备较为充裕；此外，公司继续发挥业务协同优势、发展钢材和混凝土等建材物资经营贸易业务，相关业务收入呈现持续上升态势；海沙开采贡献可观收入，但该业务暂不具备长期可持续性。

公司从事的钢材和混凝土等建材物资经营贸易业务仍为跟踪期收入的最主要来源，但该业务毛利率始终低位运行，且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 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	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	638.68	94.59	2.33	833.44	93.50	2.33	860.27	90.71	1.97
混凝土销售	22.40	3.32	16.16	36.05	4.05	18.55	34.54	3.64	12.76
高速路通行费	1.77	0.26	26.35	4.31	0.48	52.01	3.90	0.41	46.65

代建工程管理费	0.53	0.08	50.07	1.33	0.15	-72.36	1.93	0.20	63.20
城市服务运营及其他	11.83	1.75	34.92	15.28	1.72	41.16	47.75	5.04	13.13
合计/综合	675.21	100.00	3.46	890.41	100.00	3.78	948.38	100.00	3.23

注：1、2021 年数据使用 2022 年年初调整数；2、四舍五入导致尾数差异；3、2022 年由于海沙销售收入大幅增加，城市服务运营及其他收入大幅增加。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目代建板块

跟踪期内，公司在厦门市交通类基础设施建设领域仍占据主导地位，承担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，在手项目充足；跟踪期内该板块业务模式未发生变动，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。

跟踪期内，公司项目代建业务模式未发生变化，由于合并百城建设，业务主体范围有所增加。截至目前，公司代建业务主要由子公司厦门路桥工程投资发展有限公司（以下简称“工程投资公司”）和百城建设负责运营。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。2022 年，受益于百城建设的划入和工程代建项目结算进度的加快，公司该板块收入规模呈增长趋势，受往年项目成本清算因素消除，毛利率同比恢复正常水平。

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 4：近年来公司财政性资金使用情况（亿元）

资金来源	2020	2021	2022
财政拨付资金	77.85	93.37	110.47
其他业主拨款	4.31	10.95	40.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，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 15 个项目，总投资规模 814.57 亿元，公司工程代建项目业务可持续性良好。

表 5：截至 2022 年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	2023 年计划投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资
厦门新机场（大小嶝造地工程）	293.00	100%	205.98	42.00	45.02	0.00
翔安机场快速路大嶝岛段	23.13	100%	13.07	3.05	3.50	3.51
厦门高集海堤开口改造工程	33.69	100%	21.26	2.50	3.45	2.65
第二东通道	119.14	100%	109.14	10.00	0.00	0.00
海沧疏港通道工程	26.46	100%	23.40	3.06	0.00	0.00
翔安机场快速路北段（沈海高速至翔安南路）	37.41	100%	28.87	8.54	0.00	0.00
新体育中心	85.29	100%	79.03	6.26	0.00	0.00

大嶝岛西侧护岸和环嶝路工程	11.71	100%	7.77	3.94	0.00	0.00
厦门电力与清水进岛隧道土建工程	11.12	100%	0.58	2.00	3.00	3.05
马青路（石塘立交-翁厝立交）提升改造工程	9.38	100%	1.60	2.18	3.60	2.00
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%	5.64	8.00	6.00	3.00
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%	2.82	1.50	1.50	0.71
东山变进出线地下综合管廊工程（一期）	5.95	100%	5.65	0.30	0.00	0.00
海翔大道（公铁立交-香山段）提升改造工程	17.89	100%	13.39	3.00	1.50	0.00
新 324 国道（翔安段）提升改造工程	17.18	100%	3.86	6.00	4.00	2.00
国道 324（纵二线）厦漳界至凤山段工程	14.49	100%	5.56	3.00	2.50	1.00
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%	1.88	3.00	3.00	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%	1.77	1.80	2.00	2.00
美山路地下综合管廊工程	13.55	100%	12.55	0.50	0.50	0.00
厦门新机场东片区市政配套道路工程	5.47	100%	2.97	2.00	0.50	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%	0.22	0.60	2.50	1.50
国道 324 复线（同安段）二期完善工程	22.18	100%	15.18	5.00	2.00	0.00
合计	802.25		562.19	118.23	84.57	23.42

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

收费公路板块

跟踪期内，受益于百城建设划入，公司收费公路资产范围有所增加；但受到外部不利因素对高速公路通行量的影响，经追溯调整的板块收入同比有所下行。

跟踪期内，受益于百城建设的划入，其下属子公司厦门百城金安高速公路有限公司运营的南安（金淘）至厦门高速公路厦门段纳入公司合并报表范围，公司收费公路资产的范围有所增加。截至 2022 年末，公司运营的收费公路资产主要为厦漳高速公路厦门段、厦成高速公路厦门段和南安（金淘）至厦门高速公路厦门段等三条高速公路。

收费结构方面，厦漳高速公路厦门段、南安（金淘）至厦门高速公路厦门段按照通行费分配收入结转通行费收入；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，跟踪期内，受到外部不利因素对高速公路通行量的影响，公司经追溯调整的通行费收入及毛利率同比有所下行。随着不利因素的消除，公司路桥收费板块经营稳定性及盈利能力预计于 2023 年实现修复。

表 6：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		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
厦漳高速厦门段	11.85	2.98	2.87	2.26	1.17	1.59	1.42
厦成高速厦门段	18.00	2.64	2.71	2.38	0.59	0.78	0.72
南安（金淘）至厦门	43.24	2.2	2.22	1.99	1.38	1.94	1.76

高速公路厦门段

合计	73.09	7.82	7.80	6.63	3.14	4.31	3.90
----	-------	------	------	------	------	------	------

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，三条高速公路的管养费用从公司收取的通行费进行支付。

建材经营板块

跟踪期内，公司钢材贸易及混凝土经营延续良好发展态势，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；且跟踪期内，公司钢材贸易业务新增占比超过10%的单一供应商荣信钢铁，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。

跟踪期内，公司建材经营板块业务主体未发生变动。公司钢材贸易主要由厦门路桥工程物资有限公司（以下简称“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；而大宗商品贸易活跃，钢材价格增长亦推动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7：近年来公司钢材贸易主要销售区域情况（万吨、亿元）

项目	2020		2021		2022	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
福建	262.70	97.90	285.09	130.85	241.46	94.87
其中：政府基础设施建设采购用	53.79	17.75	5.96	1.71	50.49	21.60
华东	929.68	301.29	604.21	268.98	718.78	280.12
西南	33.77	12.62	59.76	28.96	20.35	8.70
华北	416.7	143.19	396.40	181.97	418.84	157.09
华南	105.85	39.22	150.54	72.22	141.48	59.25
合计	1,748.70	594.23	1,496.00	682.97	1,540.90	600.03

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。跟踪期内，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 8：跟踪期内公司钢材贸易前五大供应商采购情况（万元）

供应商名称-2022 年	采购金额	占比
河北荣信钢铁有限公司	1,198,396.54	12.31%
冀南钢铁集团有限公司	608,364.76	6.25%
唐山港陆钢铁有限公司	317,954.58	3.27%
福建三宝特钢有限公司	301,153.72	3.09%
云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司	266,064.53	2.73%
合计	2,691,934.12	27.66%

注：1、采购金额为当年实际含税采购金额；2、对供应商对象母子公司统计差异导致部分对象采购金额和前次披露存在口径差异；3、四舍五入导致尾数差异。

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房地产项目，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；公司目前钢材销售下游较为分散。但值得关注的是，公司除钢材销售外，向上游供应商荣信钢铁销售铁矿石、焦煤等原材料，虽然采用 100%预付款政策，但荣信钢铁同时作为公司贸易业务新增上下游，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，目前公司与其贸易业务合作链条暂未发生款项逾期等风险事项；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 9：跟踪期内公司钢材贸易前五大客户销售情况（万元）

客户名称-2022 年	销售金额	占比
河北文丰轧钢有限公司	403,195.54	6.72%
唐山恒茂供应链管理有限公司	261,648.22	4.36%
河北龙达实业有限公司	146,264.56	2.44%
溧阳星创国际贸易有限公司	127,657.72	2.13%
迁安市成勇福商贸有限公司	124,741.44	2.08%
合计	1,063,507.49	17.72%

注：公司提供上述数据为销售钢材（不包含其他钢材相关原材料）的前五大客户情况，与前次报告披露口径存在差异。

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厦门路桥翔通股份有限公司（以下简称“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、为翔通股份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 10：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
2020	451.17	22.40	33.02%
2021	502.45	24.81	40.17%
2022	807.85	34.54	44.71%

注：上表 2021 年混凝土销售数据使用未经追溯调整数据。

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 11：跟踪期内公司混凝土业务前五大客户销售情况（万元）

2022 年客户名称	销售额	占比
中国建筑第八工程局有限公司	10,261.00	2.97%
中交二公局第一工程有限公司	10,104.00	2.93%
中铁三局集团有限公司	8,718.32	2.52%
中铁隧道局集团有限公司	8,006.72	2.32%
福建建工集团有限责任公司	7,106.00	2.06%
合计	44,196.04	12.79%

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股份的发展模式，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。翔通股份利用自身优势，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

跟踪期内，公司多元化业务格局稳步发展；公司于 2021 年获得的海沙矿开采权于 2022 年贡献可观营业收入，但该业务不具备长期可持续性。

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，项目已于 2019 年完工，决算总投资金额 22.28 亿元。截至 2022 年末，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，公司分别于 2021 年 4 月和 2022 年 3 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》和《福建省厦门湾口 B 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）和厦门湾口 B 矿区海沙矿（5.83 平方公里）的三年开采权，合同金额合计 13.02 亿元，公司计入“无形资产”科目。该采矿权总开采量合计 11,200 万立方米，公司拟开采海沙并销售用于厦门新机场的建设。2022 年，公司实现销售收入 35.72 亿元，并结转无形资产摊销 11.14 亿元，此外经营成

本还包含开采及人工成本等。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于很低水平，跟踪期内，受益于百城建设的划入，公司所有者权益大幅增加⁴，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，公司短期债务规模增长较快，面临一定的短期偿债压力。

资本实力与结构

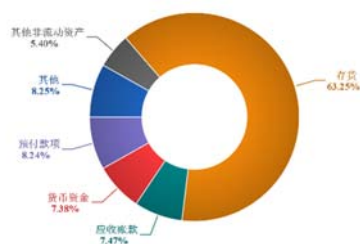
跟踪期内，受益于百城建设的划入，公司资本实力持续增强，同时资产规模保持增长趋势；财务杠杆水平处于合理水平；但公司资产仍以代建工程开发项目成本为主，具备一定规模以成本法入账的投资性房地产，资产收益性尚可但流动性不足，整体资产质量一般。

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。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 年末，公司总资产规模增至 1,226.26 亿元，相较上年末未经追溯调整的总资产规模增长 41.79%。

公司目前形成了以项目代建、高速路通行费、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、预付款项、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，公司预付款项及应收账款主要系钢材贸易产生，跟踪期内，公司预付款项增加 16.01%至 101.03 亿元，贸易采购垫资压力持续上升；同时，2020~2022 年公司应收账款周转率分别为 14.85 倍、13.68 倍和 10.75 倍，跟踪期内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，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（桥隧资产 14.02 亿元），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 20%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。

⁴ 2021 年末，公司未经追溯调整的所有者权益为 267.75 亿元，2022 年末增至 346.78 亿元。

图 2：截至 2022 年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 年末公司刚性债务占总负债的比例约为 30%，预收款项占总负债的比例约为 60%，其中刚性债务构成以应付票据、短期流动资金贷款为主。近年来公司短期债务规模增加较快，主要系公司建材经营贸易业务高速发展，应付票据规模快速增加。

2022 年，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⁵，带动经调整的所有者权益⁶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，匹配财政资金投入的增加，公司财务杠杆率或将继续维持稳定。

表 12：近年来公司主要资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021（追溯调整前）	2021	2022
总资产	799.52	864.84	1,202.85	1,226.26
流动资产占比	93.00	92.46	89.90	90.95
经调整的所有者权益合计	227.03	233.73	305.32	307.77
资产负债率	69.23	69.04	71.79	71.72
总资本化比率	46.85	49.18	45.71	45.60

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司经营获现能力较好，跟踪期内经营活动贡献较为可观的现金净流入，充裕的经营回款及较强的再融资能力可为潜在投资支出形成良好支撑。

公司经营活动现金流主要受到贸易、混凝土销售等经营活动和代建工程的财政资金拨付进度的影响，2021~2022 年呈净盈余状态。跟踪期内，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净流入增加，且收现比水平维持较高水平，公司经营获现能力较好。

公司跟踪期内的投资活动主要为对联营企业的追加投资、对厦门国有资本运营有限责任公司的投资和金融类资产的投资与赎回；近年公司投资活动现金流呈现较大波动，暂无重大刚性投资资金

⁵ 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。

⁶ 截至 2022 年末，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 7.21% 左右）；此外存在部分因政府拨付公益性桥隧项目建设资金形成的净资产。

需求。未来随着公司多元化经营格局的布局，对厦门市游艇产业标志性商业群等方面的建设投入的增加，投资活动现金流或将形成潜在缺口。

如前所述，公司经营活动现金流回款大幅增加，投资活动现金需求有限，而公司跟踪期内债务水平基本持平，利息支出及部分筹资类往来款偿还令筹资活动现金流呈现大幅净流出态势。考虑到公司资本市场上较为强劲的再融资能力及股东的持续支持，可为公司潜在的经营及投资资金缺口提供有力支撑。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-11.64	24.97	36.74
投资活动产生的现金流量净额	-4.97	-12.12	-3.80
筹资活动产生的现金流量净额	14.67	-6.36	-31.63
现金及现金等价物净增加额	-1.95	6.49	1.30
收现比	1.11	1.09	1.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

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；跟踪期内公司短期债务持续增加，存在一定的短期债务压力；EBITDA 可对债务利息形成有效覆盖，考虑到区域良好的融资环境，公司偿债风险可控。

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，2022 年末总债务规模同比基本持平。由于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，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。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 14：截至 2022 年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	2.87%~4.55%	116.63	73.81	42.82
债券融资	永续期公司债、SCP、公司债等	1.80%~3.93%	60.50	30.50	30.00
其他	应付票据	—	80.08	80.08	—
合计	—	—	257.37	184.55	72.82

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，故未于上表列示；3、一年内到期非流动负债中含一年内到期的长期应付款（无息）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

公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，跟踪期内，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数同比持续增长，EBITDA 对利息形成有效覆盖。此外，跟踪期内公司获现能力较好，经营活动净现金流对利息的保障能力强。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	200.14	257.02	257.97
短期债务占比	75.99	68.37	71.70

EBITDA ⁷	15.07	22.16	32.05
EBITDA 利息覆盖倍数	2.59	3.47	5.67
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.00	3.91	6.50

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 9.70%，其中受限货币资金 19.60 亿元、受限投资性房地产 0.88 亿元、受限存货（厦成高速公路厦门段对应的过路过桥收费）46.32 亿元、受限其他非流动资产（金安高速公路厦门段对应的过路过桥收费权）52.16 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司无对外担保情况；未决诉讼方面，同期末，5,000 万以上的被告未决案件涉诉总额合计 1.52 亿元，均为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）闽 02 民初 1 号），城市服务公司作为被告涉及与原告厦门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。根据公司于 2023 年 5 月 31 日发布的《厦门路桥建设集团有限公司关于子公司涉及重大诉讼进展的公告》，城市服务公司于 2023 年 5 月 29 日收到《福建省厦门市中级人民法院民事裁定书》，认为城市服务公司提出的管辖权异议成立，裁定驳回雷霆公司的起诉。由于后续再诉讼情况存在不确定性，公司尚不能确定对公司利润产生的影响；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 5 月，公司本部近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

⁷ 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。

假设与预测⁸

假设

- 2023 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，没有显著规模的资产划入和划出，资产规模及资本实力预计稳步提升。
- 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，其他业务板块由于海沙开采权开采量下降，收入规模将有所收窄，盈利水平将保持稳步。
- 2023 年，公司项目建设投资规模预计在 100~150 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，2023 年债务类净融资 0~20 亿元，预计 2023 年可以持续获得业主方项目资金拨付。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	45.71	45.60	41.08~50.21
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.47	5.67	3.43~5.15

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 年末公司未受限的账面货币资金为 70.91 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 年末，公司获得银行授信总额为 215.86 亿元（不含高速公路银团贷款），尚未使用授信额度为 93.87 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。根据公司规模，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 年末，公司未来一年的到期债务约 200 亿元，且 2022 年公司利息支出为 5.65 亿元，预计未来一年公司的利息支出规模将稳中有增，公司到期债务主要依靠借新还旧及自有资金偿付。

⁸ 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。

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⁹

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善。

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。截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在社会争议事件管理、社会贡献方面也表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。其中，2022 年，公司存在一起纳入被执行人名单事件，主要系工程施工合同结算纠纷，风险可控。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，厦门市政府的支持能力很强，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，跟踪期内，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。

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

表 17：厦门市主要一级平台比较（2022 年数据，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。	455.16	191.86	57.85	139.88	3.11
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	1,809.55	691.88	61.76	107.91	3.69
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	2,535.95	970.84	61.72	136.68	9.62
厦门路桥建设集团有限公司	厦门市国资委 100%	道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台	1,226.26	346.78	71.72	948.38	9.53

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，厦门市政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，厦门路桥与各可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异；当地政府的支持能力均很强，并对各可比公司均具有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，厦门市与泉州市、济南市、宁波市行政层级均为地级市，其中厦门市和宁波市为计划单列市，济南市为省会城市，泉州市为普通地级市，厦门市经济水平、经济增长潜力和财政实力均处于可比区域的中位水平。同时，上述可比区域债务压力和市场融资环境接近，考虑到平台数量后，对当地平台企业的支持能力处于相近区间。厦门路桥与各可比公司都是本级政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府均具有强或较强的支持意愿。

其次，厦门路桥的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，主业发展突出，业务稳定性及可持续性均较好。

最后，厦门路桥的财务风险在同业中处于中等水平。公司资产规模处于比较组中位水平，权益规模处于比较组低位，资本实力与可比企业相比处于一般水平；同时，公司总债务规模及总资本化比率低于比较组平均水平，财务杠杆适中；EBITDA 对利息的覆盖能力处于较高水平；形成一定规模的可用银行授信及存续债券，再融资能力较强。

表 18：2022 年同行业对比表

	厦门路桥	泉州城建	济南城建	宁波城建
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	福建省-厦门市	福建省-泉州市	山东省-济南市	浙江省-宁波市
GDP（亿元）	7,802.66	12,102.97	12,027.50	15,704.30
GDP 增速（%）	4.4	3.5	3.1	3.5
人均 GDP（万元）	14.78	13.68	12.77	16.33
一般公共预算收入（亿元）	883.77	526.79	1,001.14	1,680.13

公共财政平衡率（%）	81.18	65.35	81.69	76.80
政府债务余额（亿元）	1,767.77	2,112.52	2,660.08	2,885.49
控股股东及持股比例	厦门市人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	泉州市人民政府国有资产监督管理委员会 90.00%	济南市人民政府国有资产监督管理委员会 91.85%	宁波通商集团有限公司 90.00%
职能及地位	厦门市重要的交通类基础设施建设主体、道路桥梁隧道等市政基础设施的投资建设经营平台	泉州市最重要的城市开发和城市运营主体	济南市最重要的城市开发建设和城市运营主体	宁波市最主要的城市基础设施建设和国有资产运营主体
核心业务及收入占比	钢材贸易 90.71%；混凝土销售 3.64%；路桥收费 0.41%；工程管理费 0.20%	城市更新 36.60%；置业开发 17.89%；供应链 17.84%；城市运营 27.67%	土地熟化 5.40%；工程施工 50.40%；商品房销售 15.75%	天然气销售 43.60%；液化气销售 6.84%；商品销售 2.94%；房产销售 4.60%；租赁 7.61%；建造合同 18.77%*
总资产（亿元）	1,226.26	1,593.48	3,355.86	1,049.69
所有者权益合计（亿元）	346.78	758.48	943.16	433.23
总债务（亿元）	257.97	470.99	2,044.66	330.82*
总资本化比率（%）	45.60	38.31	72.98	55.87*
营业总收入（亿元）	948.38	85.74	275.32	117.23
净利润（亿元）	9.53	11.26	7.86	8.63
收现比(X)	1.12	0.76	0.94	1.07
EBITDA（亿元）	32.05	14.83	29.27	19.35*
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	5.67	0.67	0.39	1.12*
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	36.74	-22.53	-52.32	-43.05
可用银行授信余额（亿元）	93.87	270.03	991.75	173.99
债券融资余额（亿元）	60.50	95.00	444.05	140.00

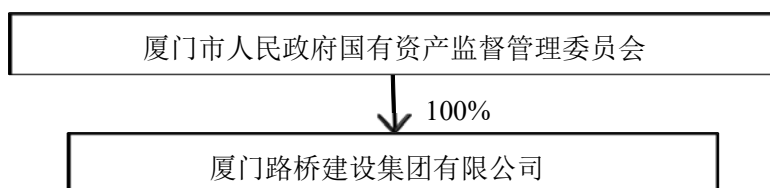
注：1、由于截至本报告出具日，部分可比企业暂未披露相关数据，宁波城建上表中各企业带*指标（核心业务及收入占比、总债务、EBITDA、EBITDA 利息覆盖倍数）均使用 2021 年数值进行比较；2、公司可用银行授信额度为截至 2023 年 3 月末数据，厦门路桥、济南城建为 2022 年末数值，宁波城建可用授信余额为截至 2022 年 3 月末数据；2、债券融资余额为截至 2022 年末上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

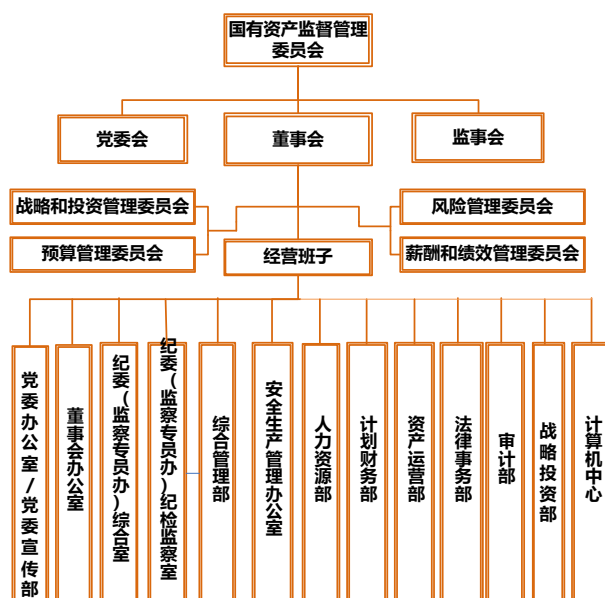
评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“20 路桥 02”、“21 路桥 Y1”、“21 路桥 Y2”、“22 路桥 01”、“22 路桥 Y1”、“23 路桥 Y1”的债项信用等级为 **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 年末)



序号	主要一级子公司名称	持股比例 (%)
1	厦门市高速公路建设开发有限公司	100
2	厦门路桥五缘投资有限公司	100
3	厦门路桥工程物资有限公司	100
4	厦门路桥城市服务发展有限公司	100
5	厦门路桥工程投资发展有限公司	100
6	厦门路桥翔通股份有限公司	82.8
7	厦门路桥百城建设投资有限公司	100



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）	2020	2021	2022
货币资金	657,263.18	843,889.16	905,133.33
非受限货币资金	534,773.30	696,060.12	709,097.33
应收账款	454,581.15	847,507.64	916,397.63
其他应收款	757,238.82	557,032.59	459,639.11
存货	4,794,513.28	7,541,645.49	7,756,031.70
长期投资	65,647.12	58,311.29	96,616.64
在建工程	4,354.62	2,456.70	3,072.46
无形资产	33,380.00	138,823.33	44,911.25
资产总计	7,995,196.23	12,028,529.71	12,262,562.66
其他应付款	59,680.73	121,916.78	108,797.64
短期债务	1,520,842.00	1,757,210.20	1,849,656.48
长期债务	480,527.93	813,010.92	730,023.65
总债务	2,001,369.93	2,570,221.11	2,579,680.13
负债合计	5,534,690.44	8,635,149.56	8,794,717.80
利息支出	58,117.63	63,845.28	56,528.07
经调整的所有者权益合计	2,270,328.78	3,053,203.14	3,077,667.85
营业总收入	6,752,062.82	8,904,059.06	9,483,839.81
经营性业务利润	88,751.20	137,333.72	131,924.55
其他收益	9,241.78	4,421.86	4,164.60
投资收益	16,253.48	25,006.98	3,684.59
营业外收入	2,583.52	6,498.71	3,992.89
净利润	72,855.63	105,799.89	95,332.75
EBIT	131,919.83	193,913.78	181,503.33
EBITDA	150,733.97	221,586.96	320,479.09
销售商品、提供劳务收到的现金	7,525,301.23	9,711,510.46	10,613,058.75
收到其他与经营活动有关的现金	1,083,941.06	1,428,523.55	1,810,249.57
购买商品、接受劳务支付的现金	7,362,546.70	9,480,548.29	10,313,744.89
支付其他与经营活动有关的现金	1,235,060.03	1,222,817.06	1,529,138.70
吸收投资收到的现金	62,950.75	155,075.00	50,196.00
资本支出	19,835.22	123,634.01	39,269.65
经营活动产生的现金流量净额	-116,447.47	249,704.93	367,368.34
投资活动产生的现金流量净额	-49,721.24	-121,183.02	-38,018.00
筹资活动产生的现金流量净额	146,668.41	-63,646.10	-316,313.12
现金及现金等价物净增加额	-19,500.31	64,875.81	13,037.21
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	3.46	3.78	3.23
期间费用率(%)	2.06	2.07	1.62
应收类款项占比(%)	15.16	11.68	11.22
收现比(X)	1.11	1.09	1.12
资产负债率(%)	69.23	71.79	71.72
总资本化比率(%)	46.85	45.71	45.60
短期债务/总债务(%)	75.99	68.37	71.70
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.00	3.91	6.50
总债务/EBITDA(X)	13.28	11.60	8.05
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.13	0.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.59	3.47	5.67

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 2021 年度和 2022 年度审计报告整理，其中 2020 年、2021 年数据分别使用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年数据使用 2022 年审计报告期末数；2022 年公司发生同一控制下的企业合并，2021 年数据为追溯调整数据；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，中诚信国际将计入其他流动负债的有息负债调整至短期债务，将计入其他权益工具的有息负债调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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
盈利能力	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	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，影响报表使用人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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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。
bbb	在无外部特殊支持下，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。
bb	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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。
ccc	在无外部特殊支持下，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。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

主体等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
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。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	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

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