

四川路桥建设集团股份有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨晨晖 chyang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 17 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0725 号

四川路桥建设集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 四川路桥 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十七日

评级观点：中诚信国际维持四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 四川路桥 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了控股股东对公司经营发展提供的强大支持；2020 年公司经营业绩进一步提升且保持良好增长趋势；获现能力处于较好水平、货币资金充裕，银企关系良好、融资渠道畅通等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到公司控股股东将发生变更、财务杠杆比率高位运行、资本支出压力较大、资本运营项目收益情况存在不确定性、项目承揽规模连续下降等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

四川路桥（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	860.94	976.15	1,132.24	1,133.33
所有者权益合计（亿元）	154.83	172.45	247.64	260.40
总负债（亿元）	706.11	803.70	884.60	872.93
总债务（亿元）	382.84	426.44	517.15	510.40
营业总收入（亿元）	400.19	527.25	610.70	132.73
净利润（亿元）	12.07	16.98	30.45	11.97
EBIT（亿元）	31.15	40.62	59.21	--
EBITDA（亿元）	40.29	48.53	68.00	--
经营活动净现金流（亿元）	32.33	36.71	32.77	-18.66
营业毛利率（%）	10.69	10.97	14.80	17.79
总资产收益率（%）	3.92	4.42	5.62	--
资产负债率（%）	82.02	82.33	78.13	77.02
总资本化比率（%）	71.20	71.20	67.62	66.22
总债务/EBITDA（X）	9.50	8.79	7.61	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.27	2.46	3.02	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：建筑(C180000_2019_04)

四川路桥建设集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	10.14	8
	净资产收益率(%)	14.50	8
	现金周转天数(天)	43.29	8
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	67.62	6
	经营活动现金流入/短期债务(X)	5.32	7
	总债务/EBITDA(X)*	8.63	7
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	610.70	8
	净资产(亿元)	247.64	10
	项目储备	7	7
运营实力(15%)	多元化经营	8	8
	市场地位与准入壁垒	8	8
	技术实力及资质	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **强大的股东支持。**公司作为四川省国资委下属重要的上市施工企业，在内部管理、信用背书和资金等方面可以获得当地政府和股东的大力支持。跟踪期内公司股东四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“铁投集团”）持续通过增持和要约收购等方式，提高其持股比例，对公司的控制力进一步增强，同时铁投集团未来将在项目合规合法的前提下，全面支持公司经营发展，充分发挥产业协同优势。

■ **经营业绩进一步提升且具有很强持续性。**2020 年，公司主营业务快速发展，营业总收入同比增长 15.83%，营业毛利率水平大幅提升，带动当期净利润同比增长 79.33%。

■ **获现能力处于较好水平，货币资金充裕。**受益于议价能力的提升及对经营活动现金收支良好的管控能力，跟踪期内公司经营活动现金流维持净流入态势，为业务发展和偿债提供了一定支持。同时，公司近年来货币资金充裕，对短期债务覆盖能力很强，能够为主业发展提供有力的资金支持。

■ **银企关系良好，融资渠道畅通。**截至 2020 年末，公司共获得各金融机构综合授信额度 1,012.31 亿元，其中未使用额度 417.21 亿元，具备良好的财务弹性。此外，作为 A 股上市公司，公司股权融资渠道畅通，2020 年公司采用非公开发行股票方式，募集资金净额 42.25 亿元，进一步充实了公司的资本实力。

关注

■ **公司控股股东将发生变更。**跟踪期内，铁投集团与四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）筹划战略重组事宜，新设公司蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），公司控股股东将变更为蜀道集团。中诚信国际将对股东变更对公司未来战略发展的影响保持关注。

■ **财务杠杆比率高位运行，资本支出压力较大。**跟踪期内公司有息债务规模快速上升，虽然通过非公开发行降低了资产负债率，但公司杠杆水平仍然偏高；同时公司重点发展的资本运营业务所需投资金额较高，中诚信国际将对未来项目投资的推进对公司杠杆水平的影响保持关注。

■ **项目收益情况存在不确定性。**跟踪期内受新冠肺炎疫情影响，公司部分在手 BOT 高速公路免费通行，项目呈亏损状态，且 PPP 项目大部分处于在建状态，相关项目后续实施进展及回款进度存在不确定性。

■ **项目承揽规模连续下降。**受政策收紧以及单体项目金额差异影响，近年来公司新签合同额持续下降，中诚信国际将对公司项目承揽的可持续性保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，四川路桥建设集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降；项目回款情况滞后，推升公司财务杠杆比率持续攀升；债务过度扩张且投资回报率未及预期等。

评级历史关键信息

四川路桥建设集团股份有限公司					
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	19 四川路桥 MTN001 (AAA)	2020/06/23	何川、杜佩珊	中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2019_04	阅读全文
AA+/稳定	19 四川路桥 MTN001 (AA+)	2019/03/06	王慧媛、刘莹、田梦婷	中诚信国际建筑行业评级方法 050101_2017_03	阅读全文

同行业比较

2020 年部分建筑企业主要指标对比表						
公司名称	建筑新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA (X)	营业周期 (天)
中交四公局	801.78	437.83	14.96	53.29	5.56	107
隧道股份	688.55	540.06	9.50	57.71	5.97	237
四川路桥	395.34	610.70	14.50	67.62	8.63	206

注：“中交四公局”为“中交第四公路工程局有限公司”简称；“隧道股份”为“上海隧道工程股份有限公司”简称；总债务/EBITDA 指标为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 四川路桥 MTN001	AAA	AAA	2020/06/23	5.00	5.00	2019/06/18~2022/06/18	事先约束

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修

复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复

为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划纲要等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2020 年尽管政府通过增加地方专项债额度和赤字率等方式为基建提供资金，但受地方政府隐性债务核查等因素影响，专项债的资金增量和财政支出仍然难以弥补非标等隐性债务的融资收缩，基建投资增速大幅下降至 0.9%。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2021 年以来国家陆续出台相关鼓励政策。2021 年 2 月 21 日，中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见指出，要求在脱贫地区建设一批区域性和跨区域重点基础设施工程，并加强乡村公共基础社会建设和危旧基础设施改造提升。2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到 2035 年，打造“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达），国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里¹左右，交通固定资产投资预计将保持稳健增长态势。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到体现，为基建稳增长提供重要动能，并对基建施工企业的稳健发展提供一定支撑。

2020 年，公司继续保持省内龙头地位，区域化战略

¹ 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。

布局日趋稳固，市场竞争力不断提升，新签合同额同比有所下降，但项目储备充足，为业绩增长提供良好保障

公司拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业甲级设计资质以及 10 余个公路、市政、房建、水利水电等总承包一级资质，资质实力雄厚。依托其建设的大型重点项目开展行业技术攻关，经过多年发展，公司形成了以高速公路路面铺筑关键技术、深水大跨径桥梁施工技术、高山峡谷桥梁施工技术、复杂地质的特长隧道施工技术为代表的核心专业技术，在高速公路、特大型桥梁、隧道等领域的施工拥有较为明显的技术优势。

从承揽规模来看，2020 年受政策收紧影响，公司 BOT/PPP 项目新签合同额较去年同期有所下降，此外，受新冠疫情影响，加之公司当期新签单体金额较大的高速公路及铁路项目较上年减少，2020 年工程总承包新签合同额较去年同期大幅下降，但公司承揽规模仍维持较高水平，截至 2020 年末，公司在手合同额 1,363 亿元，充足的项目储备为未来收入的稳定增长提供有力支持。

表 1：近年来公司新签合同额情况（亿元）

业务类型	2018	2019	2020	2021.1-3
工程总承包	441.89	465.92	316.82	57.66
BOT/PPP 项目	249.13	79.61	78.52	54.13
合计	691.02	545.53	395.34	111.79

资料来源：公司提供

从市场区域分布来看，公司在四川省内先后承建了成自泸高速公路、宜宾长江大桥和建成时为世界第三长公路隧道的米仓山隧道等众多高速公路、桥梁和隧道建设项目，目前在川内高速公路施工的市场份额约为 40%，同时特大桥梁、隧道、铁路等领域在省内亦具有很强的竞争实力，近年来公司省内新签合同额占新签合同总额的 65% 以上，省内龙头地位稳固。

除在四川省内开展路桥施工业务外，公司积极向省外和海外进行拓展，在湖北、重庆、湖南、贵

州、新疆、西藏等中西部地区和挪威、厄立特里亚、坦桑尼亚、科威特等国家的公路桥梁工程施工领域具有较高的市场占有率及认可度，跟踪期内公司通过强化片区经营，抢抓国家实施“一带一路”、西部大开发、长江经济带等战略的机遇，通过参建一大批标志性工程，树立了良好的品牌形象，业务区域布局逐渐完善。

表 2：近年来新签合同额分区域情况（亿元）

地区	2018	2019	2020	2021.1-3
省内	533.58	455.72	312.24	79.69

表 3：截至 2020 年末公司主要在施项目情况（亿元）

项目名称	合同金额	开工时间	预计完工时间
G4216 线宁南至攀枝花段高速公路设计施工总承包 ZCB1 项目	176.85	2019.12	2024.05
乐山至西昌高速公路马边至昭觉段施工图设计施工总承包第 S1 标段	105.15	2020.02	2024.02
峨眉至汉源高速公路项目 2 标段施工总承包	101.88	2017.12	2022.06
成都至宜宾高速公路工程施工图设计施工总承包 ZCB3 标段	71.73	2018.01	2021.07
峨眉至汉源高速公路项目 1 标段施工总承包	48.63	2017.11	2022.05
省道 204 线诺（水河）华（荃）公路通江县城至诺水河段新建工程	44.53	2020.09	2025.09
眉山市交通基础建设 PPP 项目	42.16	2019.10	2021.10
成都至宜宾高速公路工程施工图设计施工总承包 ZCB4 标段	40.29	2018.01	2021.07
攀枝花一大理（四川境内）高速公路 TJ 标段项目	37.69	2016.03	2020.06
巴中至南充至广安（川渝界）高速公路 TJ1 合同段	33.82	2013.04	2020.07
叙永至威信（四川境）高速公路工程项目第 TJ 标段	33.80	2018.06	2021.06
G4216 线宁南至攀枝花段高速公路设计施工总承包 ZCB2 项目	23.15	2019.12	2024.05
新建川南城际铁路自贡至宜宾线站前工程施工总价承包 ZYZQ-2 标段	25.22	2019.03	2023.12

资料来源：公司提供

跟踪期内基础设施投资业务受政策收紧影响有所减少，但投资规模较大，回款周期较长，且后期运营效益存在不确定性；已投运的部分高速公路仍处于培育期，盈利水平有待提升

公司在巩固路桥施工主业优势的同时，亦积极开展以 BOT/PPP 模式为主的路桥投资业务，提升资产质量和盈利能力。从投资业务结构来看，目前公司投资业务以 BOT/PPP 项目为主。截至 2020 年末，公司在手 BT 项目仅 1 个，且仅剩余最后一笔回购款 1.19 亿元，预计将于 2021 年完成回购。

表 4：截至 2020 年末公司 BT 项目投资和回购情况（%、亿元）

项目名称	股权比例	计划总投资额	已完成投资额	已完成回购额
重庆双碑隧道 BT 项目	51.00	17.16	17.16	18.71

资料来源：公司提供

省外（含境外）	157.44	89.81	83.10	32.10
合计	691.02	545.53	395.34	111.79

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2020 年，公司重大工程项目建设顺利推进，当年末在建项目 492 个，较上年末增加 41 个，总金额合计 2,456.89 亿元，较上年末增加 628.21 亿元，充足的项目储备对其未来收入的稳步增长提供有力的支撑，但也使得公司面临较大的资本支出压力。

BOT 业务模式是目前国内基建投资领域的重要经营模式之一，主要依靠投资建成后在特定期限内运营管理收回投资成本。公司对路桥 BOT 项目的选择较为谨慎，主要选择位于四川省内路产质量良好的收费公路项目，跟踪期内新增江习古高速公路投入运营，截至 2020 年末，公司在手 BOT 高速公路仍为 5 条，投运的高速公路总里程为 398.89 公里，由于部分高速公路仍处于培育期，通行费收入尚无法覆盖成本支出，目前处于持续亏损阶段。此外，2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，人员流动受限，加之高速公路通行费减免，对上述高速公路的经营情况造成一定影响。中诚信国际将对相关项目的后续回款情况保持关注。

表 5：截至 2020 年末公司在手 BOT 项目情况（亿元）

项目名称	投入运营时间	收费/运营期限	2019		2020	
			通行费收入	净利润	通行费收入	净利润
成德绵高速公路	2012.05	26 年 152 天	5.06	0.33	4.40	0.15
成自泸高速公路	2012.09	28 年 290 天	6.44	1.26	4.74	-0.61
内威荣高速公路	2016.08	29 年 339 天	0.85	-1.50	0.75	-1.55
自隆高速公路	2016.05	29 年 339 天	1.44	-0.49	1.20	-0.69
江习古高速公路	2020.01	29 年 336 天	0.74	-2.60	0.68	-4.66

资料来源：公司提供

公司依托自身在建筑施工行业的领先地位、丰富的工程施工和资本运营经验以及较强的项目管理能力，跟踪期内继续积极拓展 PPP 项目市场，并推动项目有序建设。截至 2021 年 3 月末，公司进入执行阶段的 PPP 项目 17 个，主要集中在四川省内，其中参股项目 5 个，公司应承担资本金出资预计为 19.03 亿元，累计完成资本金支出 6.11 亿元；

控股项目 12 个，预计总投资 257.03 亿元，已完成投资 104.26 亿元，仍面临较大的投资支出压力。同时，**中诚信国际关注到**，PPP 项目具有投资规模大、建设周期长、工期和质量要求严等特点，项目运营相比于传统施工面临更大的成本风险、收款风险和项目运营风险，需对投资业务发展情况保持关注。

表 6：截至 2020 年末公司主要进入执行阶段的 PPP 项目情况（亿元、%、年）

项目名称	股权比例	预计总投资	累计完成投资	建设周期	运营/回购周期	公司承接的建安合同额	项目融资情况
参股项目							
金堂县新型城镇化综合试验区 PPP 建设项目*	10	5.00	1.13	9	30	0.70	--
宜宾临港经济技术开发区沿江老工业区基础设施项目（二期）PPP 项目	15	7.47	4.32	3	8	24.39	--
国道 318 渠县绕城快速通道项目	40	5.59	0.28	2	13	8.50	已放款
平昌县龙潭溪滨江路及河道治理工程 PPP 建设项目*	10	0.39	0.36	2	4	3.78	--
G210 线达州市过境段公路（三期）PPP 项目	3	0.58	0.02	2	18	12.04	--
参股项目合计	--	19.03	6.11	--	--	49.41	--
控股项目							
眉山交通基础建设 PPP 项目	47	65.72	4.70	2	18	42.16	贷款审批中
西昌市绕城公路（G108、G248、G348 线西昌市过境段）PPP 项目	100	45.00	20.99	3	12	28.84	已放款
孟加拉达卡绕城高速公路项目	60	28.44	0.20	3.2	22	--	贷款审批中
宜宾市盐坪坝长江大桥及连接线工程	95	18.69	12.53	3	12	12.13	已放款
国道 G245 巴中至金平公路仪陇段改扩建工程 PPP 项目	90	15.00	15.00	2	8	11.50	已放款
四川省广元市国道 212 线南山隧道工程 PPP 项目	85	12.82	5.54	3	10	8.27	已放款
阳泉市郊区 G239 改线工程 PPP 项目	80	12.69	5.05	2	15	8.99	已放款
南充顺庆-蓬安-营山一级公路 PPP 项目顺庆段	90	12.48	5.97	3	13	8.40	已放款
乌蒙山叙永县水潦乡至古蔺县太平镇农村扶贫公路建设工程 PPP 项目	95	12.30	16.00	2	10	11.91	已放款
南部县嘉陵江三桥工程项目	95	12.03	3.46	3	14	9.73	已放款
四川省广元市昭化区三江新区昭化片区基础设施建设 PPP 项目	90	11.32	3.87	2	10	4.80	已放款
宁波市北环东路（世纪大道-东外环路）快速化改造工程*	80	10.54	10.95	2	18	7.36	已放款
控股项目合计	--	257.03	104.26	--	--	154.09	--

注：1、控股项目预计总投资及累计投资额为全口径统计，包含资本金出资及贷款资金投入；2、参股项目预计总投资根据公司股权比例统计，累计投资额仅统计资本金出资额；3、加“*”项目因合规手续不完善等因素影响未纳入财政部 PPP 项目管理库，G210 线达州市过境段公路（三期）PPP 项目纳入财政部 PPP 项目储备清单，孟加拉达卡绕城高速公路项目为海外项目。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司多元化业务布局进一步完善，有利于分散单一业务经营风险，但后续仍面临较大投资压力

公司水力发电业务主要采取与当地合作共同开发的模式，共同投资设立项目公司，进行当地水电项目的开发。公司水力发电业务主要由下属控股项目公司四川鑫巴河电力开发有限公司（以下简称“鑫巴河水电公司”）以及四川巴郎河水电开发有限公司（以下简称“巴郎河水电公司”）负责运营。2020年，公司实现水利发电收入1.83亿元，较上年小幅下降。为进一步扩大水力发电板块业务规模，2014年公司与铁投集团共同出资新设立了四川铁能电力开发有限公司（以下简称“铁能电力”），公司对其持股比例为40%，铁能电力远期规划水电总装机容量达600万千瓦，目前在建的大渡河双江口水电站装机规模200万千瓦，项目总投资366.14亿元，铁能电力持股比例为33.89%，公司按持股比例进行出资，截至2021年3月末，该项目已完成投资140.27亿元，预计2024年首台机组将实现并网发电。

依托基建施工板块业务需求，公司亦大力提升大宗物资贸易，做实做优贸易产业链。公司贸易销售板块主要为建筑材料、沥青、金属材料、油料等的贸易、物流业务，由子公司四川中航路桥国际贸易有限公司（以下简称“中航路桥”）负责经营，并依托公司国际采购平台和海外贸易团队逐步进入国际贸易领域。中航路桥主要客户包括公司内部各基础设施建设单位、四川铁投下属各公司及其他外部企业，客户集中度较高，该板块收入规模近年来呈波动增长的态势，占营业总收入的比重亦维持在15%以上，但因该板块毛利率相对较低，一定程度上也制约了公司整体盈利水平的增长。

此外，2018年5月，公司审议通过锂电三元正

极材料及前驱体项目投资决议，将与四川绿然科技集团有限责任公司、四川科能锂电有限公司、西藏藏格创业投资有限公司共同出资设立项目公司，其中公司认缴出资4.40亿元，首期出资2.75亿元，持股比例为55%，计划建设1万吨/年三元正极材料及2万吨/年正极材料前驱体项目。截至2020年末，项目公司已完成工商注册，公司已签订《股东出资协议书》和《公司章程》并完成办公驻地建设，环评工作已完成，目前正在进行生产厂房建设，预计总投资7.50亿元，累计完成投资7.50亿元。项目公司联合四川大学等科研学校组建研发团队和实验室，2020年有两条生产线实现试生产，2021年预计可实现盈利目标2,953万元。

跟踪期内，为提升公司在铁路、市政、房建领域的竞争能力，进一步开拓川南片区市场，根据2021年2月24日公司披露的《四川路桥建设集团股份有限公司关于拟收购川铁建公司、航焱公司、臻景公司部分股权的关联交易提示性公告》（公告编号：2021-018），公司或公司控制的子公司拟收购四川省铁路建设有限公司（以下简称“川铁建公司”）、四川航焱建筑工程有限责任公司（以下简称“航焱公司”）、四川臻景建设工程有限公司（以下简称“臻景公司”）51%及以上股权，控股该三家公司。具体收购方案待审计及评估工作完成后确定。

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年度审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的2019~2020年度审计报告以及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

与瑞华进行了事先沟通。同时，经董事会风控与审计委员会提议，公司拟聘请具备证券、期货业务资格的信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“信永中和”）为公司2019年度的财务及内部控制审计机构。

² 2019年10月31日，公司于《四川路桥建设集团股份有限公司关于变更会计师事务所的公告》（公告编号：2019-073）中披露，根据公司业务发展和未来审计的需要，经综合考虑，公司拟不再聘请瑞华为2019年度审计机构，并就变更事宜

跟踪期内公司营业收入大幅增长，同时公司加强精细化管理和成本控制，营业毛利率亦有所提升，经营业绩明显提升

公司主要业务包括工程施工、资本运营项目、水力发电、贸易销售等。2020年，公司业务保持快速发展，当期实现营业收入610.70亿元，同比增长15.83%。从业务板块来看，施工业务是公司最主要的收入来源，受益于项目建设进度的推进，同比增长26.99%；资本运营项目收入同比下降4.07%，主要系2020年受新冠肺炎疫情影响，公司部分PPP项目延迟开工，加之高速公路项目疫情期间免费通行所致；物流贸易收入同比下降14.65%，但仍维持在较大规模。2021年一季度，公司实现营业收入132.73亿元，较上年同比增长1,456.14%。

表7：近年来公司各业务板块收入构成（亿元）

业务板块	2018	2019	2020	2021.3
工程施工	305.19	387.57	486.28	108.62
资本运营项目	15.12	18.45	17.70	3.80
水力发电	1.95	1.96	1.83	0.32
贸易销售	75.72	115.82	98.85	17.57
其他	2.21	3.45	6.04	2.42
营业总收入	400.19	527.25	610.70	132.73

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2020年，公司营业毛利率同比明显上升。从业务板块来看，路桥工程施工是公司的核心业务，跟踪期内其毛利率水平随着公司对施工业务成本管控能力的提升呈上升态势。资本运营业务板块主要以PPP、BOT和BT投资回报为主，由于部分高速公路仍处于运营前期亏损阶段，且受新冠肺炎疫情影响，该业务板块毛利率较上年同期有所下降；水力发电板块毛利率较高，但收入规模较小，贸易销售业务收入规模较大，但毛利率水平较低，跟踪期内上述业务对公司营业毛利率的拉动作用有限。2021年一季度，在资本运营项目的高利润带动下，公司实现营业毛利率17.79%。

表8：近年来公司主要板块毛利率（%）

业务板块	2018	2019	2020	2021.3
工程施工	11.35	11.56	16.01	9.40
资本运营项目	48.48	58.33	55.78	153.77

水力发电	42.30	39.60	35.46	-37.32
贸易销售	-0.71	0.56	0.37	2.83
营业毛利率	10.69	10.97	14.80	17.79

资料来源：公司提供

跟踪期内公司期间费用随着业务规模的扩大持续增加，期间费用率亦小幅上升。从费用结构来看，管理费用和财务费用为期间费用的主要组成部分；其中，随着业务规模的不断扩大、职工薪酬的增长以及研发费用的上升，2020年公司管理费用进一步增长；公司投资支出增加导致债务规模快速扩大，利息支出相应增加，使得财务费用2020年同比有所增长。整体来看，公司期间费用占营业总收入比重整体适中，2020年期间费用率同比增长，但仍保持在行业较好水平。

利润总额方面，经营性业务利润一直是公司利润的主要来源；2020年公司业务经营保持良好增长趋势，经营性业务利润同比大幅增长。2020年，随着利润总额大幅提升，EBITDA亦随之大幅增长，EBITDA利润率有所上升，净资产收益率则随着留存利润的增加而逐年增长，单位资本获利能力进一步增强。2021年一季度，受收入规模同比大幅增长等因素影响，公司净利润同比增长321.51%至11.97亿元。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
管理费用	8.98	16.54	27.51	3.62
财务费用	16.15	19.67	23.20	5.72
期间费用合计	25.37	36.40	50.86	9.37
期间费用率	6.34	6.90	8.33	7.06
经营性业务利润	16.15	19.72	37.41	13.94
资产减值损失	1.59	1.50	1.23	-0.20
投资收益	0.12	2.75	0.36	0.01
利润总额	14.86	21.32	36.70	14.24
EBITDA 利润率	10.07	9.20	11.13	--
净资产收益率	8.08	10.37	14.50	--

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产和负债规模随业务发展继续增长，受益于非公开发行的成功，财务杠杆比率有所下降但仍维持高位；公司债务结构以长期为主，短

期偿债压力相对可控

跟踪期内公司资产和负债规模继续增长。从资产结构来看，与传统建筑施工类企业相比，公司从事以 BOT、PPP 模式为主的基础设施投资建设业务决定其非流动资产占比相对较高，主要包括以 BOT 项目特许经营权为主的无形资产，以 PPP 项目应收款为主的长期应收款和以参股方式先后投资了多个高速公路项目所形成的可供出售金融资产，跟踪期内随着公司对相关业务的投资，上述科目均呈现不同程度增长。截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产增至 575.59 亿元，占当期末总资产的比重为 50.79%。

公司流动资产主要包括存货、货币资金、其他应收款和应收账款，其中以工程施工已完工未结算款为主的存货是流动资产最主要组成部分，跟踪期内随着施工业务规模的增加继续保持增长趋势。截至 2020 年末，公司货币资金 141.31 亿元，同比去年末提升 31.42%，主要系业主要末集中支付所致，2020 年末受限资金较少，主要为保函保证金和票据保证金等。公司应收账款主要为项目工程款，跟踪期内增幅明显，主要系沿江、峨汉项目结算未全部支付所致，2020 年末欠款方前五名合计占比 22.84%，集中度不高，款项回收风险较为可控。其他应收款主要为投标保证金、履约保证金和往来款等，2020 年末公司其他应收款为 27.28 亿元，同比减少 61.28%，主要是由于完工项目收回保证金所致。2020 年，公司营业周期为 206 天，经营效率较上年有所下降，处于建筑行业一般水平。截至 2021 年 3 月末，公司流动资产增至 557.74 亿元，占当期末总资产的比重为 49.21%，较去年同期下降 0.24 个百分点。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
存货	195.42	209.80	229.90	263.11
货币资金	107.14	107.53	141.31	106.92
应收账款	49.78	68.62	113.23	103.94
其他应收款	54.56	70.46	27.28	25.89
流动资产	423.01	477.48	567.59	557.74

无形资产	278.32	281.93	291.76	291.33
长期应收款	60.96	102.46	139.98	146.67
可供出售金融资产	53.84	59.44	66.42	68.50
非流动资产	437.93	498.67	564.65	575.59

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货，将应收款项融资计入应收账款。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征；另外，公司从事的 BOT/PPP 业务也具有高负债经营的特性。随着主营业务规模的不断上升，公司负债规模持续增长，其中流动负债占近年来各期末总负债的比重均保持在 50% 以上。从负债构成来看，受益于较强的工程议价能力，公司负债以经营性负债为主，主要是对原材料供应商和分包商的资金占用、施工项目业主支付的工程预付款和应付分包商的保证金，跟踪期内随经营规模的扩大，应付账款同比有所增加。由于 2020 年公司执行新收入准则，将部分预收款项调入合同负债，且同一合同下的合同资产和合同负债相互抵销后以净额列示，因此 2020 年末公司预收款项同比下降了 50.77%。此外，随着业务规模的扩大以及资本运营项目承揽规模的增加，公司债务规模不断上升。从债务结构来看，为匹配项目期限结构，近年来公司加大了长期债务融资力度，债务期限结构不断优化，截至 2021 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.16 倍。

所有者权益方面，2020 年公司非公开发行股票 1,064,274,779 股，募集资金净额 42.25 亿元，发行后公司股本和资本公积分别增至 47.78 亿元和 64.47 亿元，加之未分配利润的积累，跟踪期内公司权益规模快速增长，资产负债率和总资本化比率较上年年末均有所下降；但公司杠杆水平仍偏高，且公司重点发展的资本运营业务所需投资金额较高，中诚信国际将对未来项目投资的推进对公司杠杆水平的影响保持关注。

表 11：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
短期借款	36.17	38.69	36.06	25.99

应付账款	185.51	220.30	267.05	245.71
预收款项	60.86	58.20	28.65	21.72
其他应付款	45.61	56.94	64.09	68.96
长期借款	299.14	313.42	334.80	380.68
应付债券	--	19.98	19.99	19.99
短期债务	83.70	93.04	105.38	69.91
长期债务	299.14	333.40	411.77	440.49
实收资本	36.11	36.11	47.78	47.78
资本公积	31.15	31.32	64.47	64.59
未分配利润	64.08	79.12	104.30	116.26
所有者权益合计	154.83	172.45	247.64	260.40
资产负债率	82.02	82.33	78.13	77.02
总资本化比率	71.20	71.20	67.62	66.22

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内公司经营获现能力仍保持在较好水平，受益于经营业绩的提升，公司偿债指标有所增强，同时充裕的货币资金也对短期债务偿还提供了良好保障

经营活动方面，受益于公司较强的议价能力和对经营活动现金收支较为良好的管控能力，2020年公司经营活动现金流仍呈大幅净流入状态，经营获现水平较好；2021年一季度，受建筑行业季节性因素影响，公司经营活动现金流呈大规模净流出状态。2020年，公司投资活动现金流净流出敞口规模较大主要系对PPP类项目投入所致，2021年一季度，公司投资活动现金流仍保持大规模净流出趋势。筹资活动方面，虽然持续的经营活动现金净流入对公司资金形成了一定补充，但较高的投资支出仍使其面临较大的资金压力，债务融资已成为公司获得业务发展所需资金的重要方式，2020年公司筹资活动现金流净流入仍保持较大规模。

跟踪期内受益于经营业绩的提升，公司EBITDA对债务本息的保障能力有所提升，经营活动现金流入对短期债务的保障能力基本保持稳定。此外，近年来公司货币资金充裕，均能够覆盖各期末短期债务，为债务偿还提供了较好保障。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	32.33	36.71	32.77	-18.66
投资活动净现金流	-44.31	-62.23	-52.70	-10.27

筹资活动净现金流	23.24	25.64	54.24	-5.25
总债务	382.84	426.44	517.15	510.40
货币资金/短期债务	1.28	1.16	1.34	1.53
经营活动现金流入/短期债务	4.49	5.32	5.32	--
总债务/EBITDA	9.50	8.79	7.61	--
EBITDA 利息倍数	2.27	2.46	3.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具有一定的财务弹性，公开市场无信用违约记录，或有负债事项风险可控，但受限资产规模较大，一定程度上限制了资产的流动性

截至 2020 年末，公司所有权受限的抵押资产账面价值为 396.95 亿元，占期末总资产的比重为 35.06%，其中受限货币资金 1.73 亿元、受限无形资产 288.66 亿元、受限长期应收款 105.66 亿元、受限长期股权投资 0.90 亿元，主要系用于获得抵押贷款的固定资产、长期应收款、高速公路收费权和各类保证金等，一定程度上限制了资产的流动性。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 12.20 亿元，全部为对参股与合营公司的担保；同期末，公司作为原告及被告的未决诉讼所涉及的诉讼标的金额为 6.21 亿元，主要为与工程质量、工程款等相关的纠纷。

公司与金融机构保持了良好的合作关系，截至 2020 年末，公司共获得各银行综合授信额度 1,012.31 亿元，其中未使用额度 417.21 亿元，具有一定的财务弹性。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2021 年 5 月 6 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

作为省属骨干上市公司，控股股东铁投集团和实际控制人四川省国资委对公司支持力度较大

公司作为四川省国资委下属重要的上市施工企业，在内部管理、信用背书和资金等方面可以获

得股东和政府的大力支持，有利于公司整合内外部资源，实现自身业务的快速发展。

2020年，公司荣获国家科技进步一等奖等国家级、省部级科技类奖15项，国家级QC成果奖6项，四川省QC成果奖45项，行业影响力进一步增强。

近年来，公司承建了多项由铁投集团参与投资的铁路和高速公路项目，并与铁投集团共同出资建设了双江口水电站及矿产开发等大型项目。铁投集团自2015年以来通过增持和要约收购等方式增持公司股票，对公司的控制力将进一步增强，截至本评级报告出具之日，铁投集团持有公司股权68.01%。此外，2020年11月，公司完成非公开发行股票1,064,274,779股，募集资金净额42.25亿元，资本实力进一步增强。同时，公司作为A股上市公司，股权融资渠道畅通。作为国内大型建筑企业，能够得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础。

四川省国资委作为公司的实际控制人，在推动公司上市、业务资源倾斜以及信用背书等方面提供了较大支持。同时，基于良好的资源优势和政策优势，四川省地区经济有望继续保持较好的发展势头，亦能为四川路桥创造良好的市场契机。

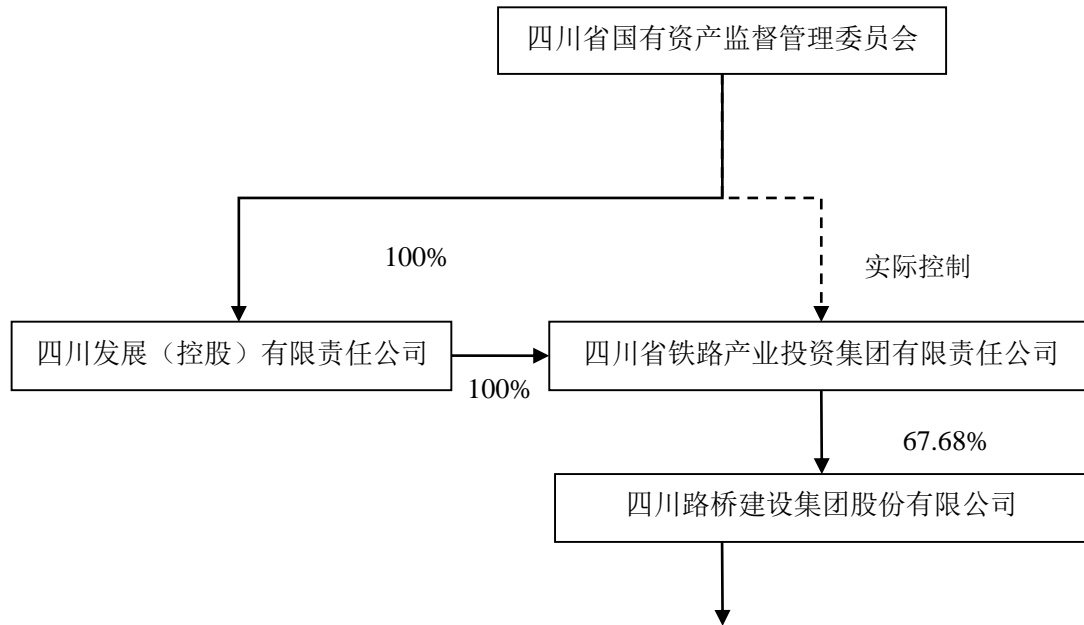
此外，公司于2021年3月22日发布了公告编号为2021-068的《关于控股股东四川省铁路产业投资集团有限责任公司与四川省交通投资集团有限责任公司筹划战略重组的提示性公告》，披露四川省人民政府拟启动铁投集团与交投集团的战略重组事宜。根据合并协议，铁投集团与交投集团实施新设合并，新设公司名称为蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），蜀道集团股东为四川发展（控股）有限责任公司，持有100%股权。合并前铁投集团和交投集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由蜀道集团承继、承接或享有，合并前铁投集团和交投集团的下属分支机构及所持有的下属企业股权或

权益归属于蜀道集团。2021年5月28日，蜀道集团已完成设立登记手续，并与铁投集团、交投集团签署了资产继承交割协议。本次合并实施完成后，公司控股股东将由铁投集团变更为蜀道集团，实际控制人仍为四川省政府国有资产监督管理委员会。中诚信国际将对股东变更对公司未来战略发展的影响保持关注。

评级结论

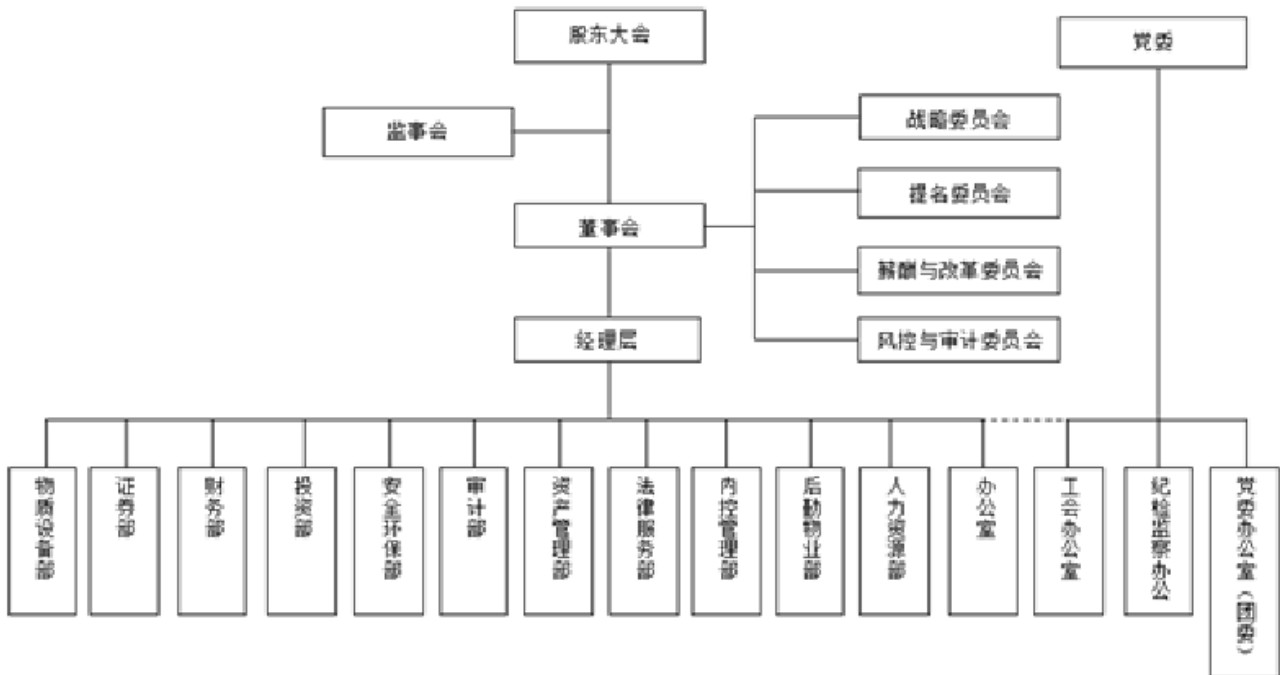
综上所述，中诚信国际维持四川路桥建设集团股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“19四川路桥MTN001”的债项信用等级为**AAA**。

附一：四川路桥建设集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



截至 2020 年末主要子公司情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
四川公路桥梁建设集团有限公司	568,000.00	100.00
四川鑫展望碳材科技集团有限公司	100,000.00	65.00
四川新理想能源科技有限责任公司	80,000.00	65.00
四川鑫巴河电力开发有限公司	15,000.00	78.00
四川蜀南路桥开发有限责任公司	14,900.00	94.63
四川巴郎河水电开发有限公司	12,000.00	65.00
宜宾长江大桥开发有限公司	10,320.00	65.00
四川路桥城乡建设投资有限公司	10,000.00	51.00
四川铁投售电有限责任公司	10,000.00	60.00
四川路桥泰阳保险代理有限公司	1,000.00	100.00



注：铁投集团持有公司 67.68%的股权系截至 2021 年 3 月末数据，截至本评级报告出具日，铁投集团完成增持公司股票 68,382,900 股，累计持有公司 68.01%的股权。

资料来源：公司提供

附二：四川路桥建设集团股份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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,071,393.17	1,075,279.88	1,413,098.55	1,069,183.30
应收账款	497,800.38	686,168.27	1,132,308.39	1,039,410.77
其他应收款	545,635.57	704,573.81	272,839.38	258,927.32
存货净额	1,954,218.49	2,098,041.65	2,299,011.23	2,631,101.48
长期投资	660,941.48	748,175.38	812,564.43	833,972.92
固定资产	233,285.68	223,821.10	230,767.55	227,690.38
在建工程	1,160.58	26,875.00	95,793.02	98,212.46
无形资产	2,783,249.91	2,819,272.01	2,917,596.62	2,913,326.55
总资产	8,609,376.27	9,761,548.10	11,322,374.54	11,333,284.16
其他应付款	456,110.14	569,373.50	640,948.36	689,609.38
短期债务	836,975.86	930,374.50	1,053,790.62	699,126.73
长期债务	2,991,384.84	3,333,999.75	4,117,712.85	4,404,905.71
总债务	3,828,360.70	4,264,374.25	5,171,503.47	5,104,032.45
净债务	2,756,967.52	3,189,094.37	3,758,404.92	4,034,849.15
总负债	7,061,083.91	8,037,039.63	8,846,004.39	8,729,284.87
费用化利息支出	162,908.56	193,052.26	225,061.47	--
资本化利息支出	14,262.90	4,368.26	0.00	--
所有者权益合计	1,548,292.36	1,724,508.46	2,476,370.16	2,603,999.29
营业总收入	4,001,922.14	5,272,547.66	6,106,990.75	1,327,261.27
经营性业务利润	161,542.68	197,243.32	374,120.60	139,393.25
投资收益	1,246.17	27,471.67	3,589.16	75.10
净利润	120,690.70	169,757.57	304,547.21	119,736.84
EBIT	311,518.63	406,222.94	592,090.82	--
EBITDA	402,856.92	485,314.94	679,961.74	--
经营活动产生现金净流量	323,292.99	367,051.40	327,714.71	-186,597.38
投资活动产生现金净流量	-443,099.83	-622,279.10	-527,022.54	-102,691.67
筹资活动产生现金净流量	232,369.59	256,444.72	542,372.56	-52,525.03
资本支出	375,630.40	505,202.27	493,131.13	124,656.65
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	10.69	10.97	14.80	17.79
期间费用率(%)	6.34	6.90	8.33	7.06
EBITDA 利润率(%)	10.07	9.20	11.13	--
总资产收益率(%)	3.92	4.42	5.62	--
净资产收益率(%)	8.08	10.37	14.50	--
流动比率(X)	1.05	1.03	1.09	1.21
速动比率(X)	0.57	0.58	0.65	0.64
存货周转率(X)	2.19	2.32	2.37	1.77*
应收账款周转率(X)	8.64	8.91	6.73	4.89*
资产负债率(%)	82.02	82.33	78.13	77.02
总资本化比率(%)	71.20	71.20	67.62	66.22
短期债务/总债务(%)	21.86	21.82	20.38	13.70
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.09	0.06	-0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.39	0.31	-1.07*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.82	1.86	1.46	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.98	3.84	1.24	--
总债务/EBITDA(X)	9.50	8.79	7.61	--
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.52	0.65	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.27	2.46	3.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.76	2.06	2.63	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的短期融资券调整至短期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；3、带*指标已经年化处理；4、因缺少相关财务数据，部分指标无法计算。

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+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+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
经营效率	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
	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
盈利能力	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	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-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	EBITDA/当年营业总收入
	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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	

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。