

跟踪评级公告

联合[2016]486号

成都市新筑路桥机械股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对成都市新筑路桥机械股份有限公司主体长期信用状况和发行的“11 新筑债”进行跟踪评级，确定：

成都市新筑路桥机械股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”

成都市新筑路桥机械股份有限公司发行的“11 新筑债”信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

成都市新筑路桥机械股份有限公司 2011 年公司债跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-

上次评级结果：AA-

债项信用等级

评级展望：负面

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 新筑债	5.00 亿元	AA-	AA-	2015.04.28

跟踪评级时间：2016 年 5 月 26 日

担保方：新筑投资集团有限公司

担保方式：全额无条件的不可撤销的连带责任
保证担保

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	45.05	51.19	51.16
所有者权益(亿元)	24.88	24.29	23.81
长期债务(亿元)	6.76	4.24	5.48
全部债务(亿元)	16.02	18.29	18.12
营业收入(亿元)	12.75	10.54	1.99
净利润(亿元)	0.09	-1.72	-0.48
EBITDA(亿元)	1.88	0.32	--
经营性净现金流(亿元)	2.28	-0.43	1.39
营业利润率(%)	24.37	19.28	19.37
净资产收益率(%)	0.42	-6.99	-2.01
资产负债率(%)	44.79	52.54	53.46
全部债务资本化比率(%)	39.17	42.95	43.21
流动比率(%)	1.86	1.16	1.21
EBITDA 全部债务比(%)	0.12	0.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.82	0.30	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.38	0.06	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	67.18	73.43
所有者权益(亿元)	26.43	31.22
营业收入(亿元)	15.48	17.24
净利润(亿元)	-0.42	-2.22
资产负债率(%)	60.66	57.48

注：本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2016 年一季度未经审计；EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

成都市新筑路桥机械股份有限公司（以下简称“公司”或“新筑股份”）是国内规模较大的桥梁构件生产企业，在技术研发方面仍具有一定优势。

跟踪期内，随着公司承揽的铁路项目开工进度放缓、公司声屏障业务受到处罚、工程机械行业景气度下降以及市场竞争激烈，公司营业收入快速下降，产能利用率下滑很快，经营呈现较大规模的亏损局面；整体债务负担变化不大，短期偿债能力较弱，长期偿债能力下滑很快。未来，公司在立足现有业务架构的基础上，将新增城市有轨电车制造作为公司主营业务的重要组成部分，收购上海奥威科技开发有限公司新增超级电容器业务，预计上述业务会成为公司新的利润增长点。

跟踪期内，本次债券的担保方新筑投资集团有限公司（以下简称“新筑投资”）受子公司盈利能力持续下滑，经营呈亏损状态，其担保能力有所下降。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望调整为“负面”；同时维持“11 新筑债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 公司是我国最大的桥梁构件生产企业之一，技术研发实力仍较强，有一定的技术竞争优势。

2. 公司未来将以城市轨道交通系统作为主营业务的重要组成部分，市场潜力较大，预计该业务会成为公司新的利润增长点。

3. 公司通过股权收购上海奥威科技开发有限公司新增超级电容器业务，为主营业务提供有力补充。

关注

1. 国内经济持续放缓，机械制造业结

构调整尚未完成，短期内机械制造企业仍将面临严峻的生存环境。

2. 公司部分产品竞争能力较弱，主要产品产能利用率下滑很快。新产品产能尚未释放，公司盈利水平下降较快，经营呈现较大规模的亏损局面。

3. 公司一年内到期的非流动负债迅速增长，公司短期偿债能力下降很快，2016 年面临较大的集中还款压力。

4. 公司应收账款规模较大，回款周期长，对公司营运资金占用较多；部分客户拖欠销售款，存在一定回收风险。

5. 本次债券担保方新筑投资经营呈持续亏损状态，担保能力有所下降。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

闫 欣

电话：010-85172818

邮箱：yanx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



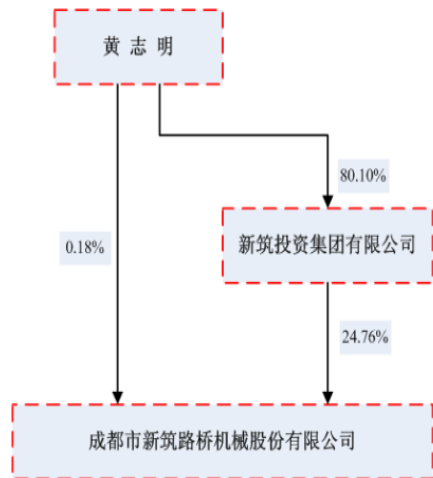
联合信用评级有限公司

一、主体概况

成都市新筑路桥机械股份有限公司（以下简称“公司”或“新筑股份”）是由新筑投资集团有限公司（以下简称“新筑投资”）、西安康柏自动化工程有限责任公司、都江堰交大青城磁浮列车工程发展有限责任公司、成都市新津县国有资产投资经营有限责任公司、新津朗明电力有限责任公司、西南交通大学及自然人赵衡平等7位股东发起设立的股份有限公司。2001年3月，公司经四川省工商行政管理局核准登记注册成立，注册资本为3,000万元。历经多次增资后，截至2010年8月底，公司注册资本为10,500万元。

2010年9月公司在深圳交易所公开发行股票，募集资金净额为127,796.97万元，股票代码“002480”。2011年5月，公司以资本公积转增股本14,000万元，转增后公司注册资本变更为28,000万元。2014年年5月，根据公司2013年度股东大会决议，公司以资本公积转增股本28,000万元，转增后公司注册资本变更为人民币56,000万元。2014年7月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2014] 80号文核准，公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A股）8,536.83万股共计募集资金60,270.00万元，扣减承销费、保荐费后的余额为58,944.06万元。发行后公司注册资本变更为人民币64,536.83万元。截至2015年底，公司注册资本64,536.83万元；新筑投资于2015年进行了股份减持，截至2015年底持有公司24.76%的股份，是公司的控股股东，公司实际控制人为黄志明。

图1 截至2015年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2015年底，公司下设企业管理总部、财务管理总部、审计监察部、人力资源管理总部、质量装备总部等19个职能部门（见附件1），拥有四川眉山市新筑建设机械有限公司、上海奥威科技开发有限公司等13家子公司。截至2015年底，公司职工人数共计2,286人。

2015年，公司收购上海奥威科技开发有限公司（以下简称“奥威科技”），新增超级电容器业务。

截至2015年底，公司合并资产总计51.19亿元，负债合计26.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.29亿元，其中归属于母公司所有者权益23.11亿元。2015年，公司实现营业收入10.54亿元，净利润（含少数股东损益）-1.72亿元，其中归属于母公司的净利润-1.58亿元。2015年，经营活动净现金流为-0.43亿元，现金及现金等价物净增加额为0.24亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总计51.16亿元，负债合计27.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.81亿元，其中归属于母公司所有者权益22.65亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入1.99亿元，净利润（含少数股东损益）-0.48亿元，其中归属于母公司的净利润-0.46亿元。2016年1~3月，经营活动净现金流为1.39亿元，现金及现金等价物净增加额为0.84亿元。

公司注册地址：成都市四川新津工业园区；法定代表人：黄志明。

二、本期债券概况

本次债券名称为“成都市新筑路桥机械股份有限公司2011年公司债券”，发行规模5亿元，面值100元，平价发行，期限为5年。本次债券采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。本次债券已于2011年12月发行结束，发行票面利率为8.5%，本次债券采取单利按年计息，起息日为发行首日，即2011年12月7日，不计复利。扣除发行费用后，募集资金净额4.93亿元；本次债券募集金额扣除发行费后用于偿还商业银行贷款2.80亿元，剩余资金用于补充公司流动资金，均已使用完毕。本次债券由新筑投资集团有限公司提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

本次债券于2011年12月29日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“11新筑债”，证券代码“112053”。

公司已于2015年12月8日支付了本次公司债券2014年12月7日至2015年12月6日的利息4,250.00万元。

三、行业分析

公司属于金属加工机械制造行业，主要产品适用于高速铁路、公路、桥梁、轨道交通系统和电容器系统。

1. 宏观经济与行业现状

从经济运行和发展趋势来看，2015年我国宏观经济延续了复苏乏力的局面，经济增速持续放缓，通货膨胀率维持在较低水平。宏观经济的不景气导致机械行业下游需求不足，制约我国机械工业发展。2015年机械工业增加值同比增长5.5%，低于上年增速4.5个百分点，低于同期全国工业平均增速（6.1%）0.6个百分点。机械工业增加值增速低于全国工业平均增速为近年来少有，凸显了行业形势的严峻性。2015年国家统计局公布的64种主要机械产品中，产量增长的仅有18种，占比为28.13%，产量下降的有46种，占比为71.87%。具体分析表明，大型投资类产品如冶金矿山设备、工程机械、常规发电设备等和产能严重过剩的普通机械产品如各类普通机床、交流电动机、电线电缆等产量下降较大；大马力拖拉机、仪器仪表、环保设备仪器、电动叉车、风力发电设备、汽车中的运动型多用途乘用车（SUV）等与消费、民生、节能减排、产业升级密切相关的产品产量保持增长。

从细分领域来看，在桥梁支座、桥梁伸缩装置和预应力锚具领域，近年来，随着我国高速公路、铁路和城市交通建设的快速发展，国产桥梁专用产品如减隔震支座、阻尼器、超大位移量伸缩装置、预应力锚具等的研发与推广应用获得较快发展。除少量超大位移量伸缩缝装置和阻尼器等高端产品尚有部分进口外，上述桥梁专用产品已实现国产化。从竞争上来看，由于实行严格的行业管理，国外的桥梁功能部件企业目前还无法参与国内的竞争。国外厂商主要在超大位移伸缩

装置领域参与国内市场的竞争，并具有较高的市场地位。

路面施工及养护机械是公路建设中路面材料生产与施工以及道路的维护翻修的机械设备，行业受国家基本建设投资的影响较大。2015 年末我国公路的通车里程约 450 万公里，高速公路通车里程 12.5 万公里，大多数道路交通繁忙，维护翻修的工作量将大幅增加，路面施工机械市场前景良好。我国路面施工及养护机械行业经过多年的发展，目前形成以三一重工、中联中科、徐工机械等重点企业依靠完整的产品线和品牌效应占据大部分市场的局面。

搅拌设备主要用于生产商品（预拌）混凝土，因此搅拌设备的需求与商品混凝土的发展密切相关。商品混凝土搅拌站是将混凝土商品化加工的设备，有完善的防治粉尘及水污染的配置和高效的产能，能为一定区域内的客户按其要求提供商品混凝土，便于客户的使用、资源的有效利用和城市管理，是我国混凝土行业发展的重要方向。2015 年，我国积极实施促投资稳增长“组合拳”，全国基础设施投资 131,265.37 亿元，同比增长 17.29%，增速较上年下降 3 个百分点；全国房地产企业施工面积累计值为 735,693.37 万平方米，累计增长 1.3%，增速较上年下降 7.9 个百分点。基础设施投资和房地产施工面积增速下降对混凝土搅拌设备的需求抑制较大。经过多年的发展，我国搅拌设备行业经历了由外资品牌占据市场主导地位到由本土品牌占据绝对市场份额的过程。目前，三一重工、中联重科、徐工机械是国内行业中最主要的生产企业。

特种汽车方面，根据中国汽车工业协会专用车分会编制的《专用汽车行业“十二五”发展规划》，到 2015 年我国专用汽车产品将达 7,000 多种，行业产能将达到 350 万辆，年产量将达到 280 万辆。目前，我国专用汽车企业众多，技术含量还比较低，高技术含量、高附加值、高可靠性的国产专用车较少，其生产开发基本停留在仿制阶段，缺乏创新、缺少足够的技术储备、设计雷同现象普遍，只有极少企业通过引进技术和自主开发达到了较高水平。

现代有轨电车系统是一种新型的城市公共交通体系，包括现代有轨电车、“四电”系统（含通信系统、信号控制系统、牵引力供电系统、电力供电系统）、土建（含地基、整体道床、轨道、站台车辆段及停车场）以及其他系统等，其中，现代有轨电车是整个系统的核心。现代有轨电车是在传统有轨电车基础上发展起来的新型公共交通运输工具，介于公交和轻轨、地铁之间，是具有快捷方便、节能环保、安全舒适、占用道路资源少、造价低、建设周期短、运营成本低等优点且与传统有轨电车有本质区别。当前国家面临严峻的节能减排、环境保护形势和大力推广、优化公共交通的迫切需要，现代有轨电车能够作为大城市公共交通的有效补充、中小城市公共交通的主力，具有良好的市场前景。目前，大连、长春、上海、天津、沈阳等地现代有轨电车线路已投入运营，运营里程逾百余公里，南京、苏州现代有轨电车已进入试运行阶段，北京、广州、淮安、珠海、成都等地现代有轨电车项目已经开工建设。成都也于近期对有轨电车发展进行了“一环五射九片区”的规划，线网规划里程约 1,000km，近期规划建设 5 条线路，线路里程约 108km，2015 年启动 3 条线路，里程约 65km。川内的乐山、内江、绵阳、德阳、眉山、泸州、雅安、西昌等多个城市均开展前期研究或初步规划。预计至 2020 年，我国现代有轨电车规划里程将超过 3 万公里。

超级电容方面，超级电容器作为一种新型储能装置，具有显著的特点和优势，可以在某些领域取代传统蓄电池，在节能环保日益成为主题的今天，它的应用越来越引起世界各国的重视。目前应用于超级电容器的材料主要有碳基材料、金属氧化物及水合物材料和导电聚合物材料三种。与传统的电化学电池相比，超级电容器有很多优点。它可以无限制地接受无数次放电和充电。但是，一般的超级电容器也有其弱点，就是能量存储率有限，今天市场上的高端超级电容器每 0.4536 千克的存储能量只有锂电池的 1/25。超级电容器在使用寿命上是蓄电池的 4~5 倍，而价格却仅为其 3 倍左右，超级电容器更具竞争优势。目前中国市场的年需求量可达 2,150 万只，约 1.2 亿瓦时，

且每年都在以约 50% 的速度增长。

总体看，目前国内经济持续放缓，国家出台多项稳增长措施，全社会固定资产投资额将有所上升，机械制造行业在持续进行结构调整，未来长期发展前景良好，但短期内恢复高增长的可能性不大。

2. 行业上下游

机械制造业的上游原材料主要为钢材、铝材、橡胶等。我国是钢铁大国，近年国内粗钢产量不断上升，同时由于世界范围内固定资产投资趋缓，钢铁外销、内需均大幅下降，国内钢材价格持续下降。同期，铝材、橡胶均因国内产能过剩，使得其产品价格也在短期内大幅下降。据中国钢铁工业协会统计，2015 年 12 月末，中国钢铁价格指数为 56.73 点，较年初下降了 40.92 点；长材指数为 56.92 点，较年初下降了 43.39 点。

机械制造行业的重点下游行业之一为铁路、公路及桥梁建设，上述交通运输领域是关系国家经济命脉和社会安全的产业领域，为国家长期重点扶持的行业，其中铁路运输行业是我国近年来大力发展的交通运输领域。2015 年，我国铁路系统全年完成固定资产投资 8,238 亿元，其中基建投资 5,925 亿元；投产新线 9,531 公里，其中高铁 3,306 公里；年内 61 个新项目顺利开工建设。截至 2015 年底，全国铁路营业里程达到 12.1 万公里，居世界第二位；其中，高铁运营里程超过 1.9 万公里。轨道交通方面，在我国宏观经济下行压力不减的情况下，城镇轨道交通工程包获得发改委加速审批，明确指出 2015 年、2016 年、2017 年三年新开工项目里程达 3,000 多公里，轨道交通建设已为后房地产时代提振中国经济的重要抓手。

总体来看，钢材、铝材、橡胶价格持续走低，对于机械行业降低生产成本产生一定的积极影响；但交通运输作为机械制造业的重点下游领域，随着国内经济增速和投资的放缓，其建设规模出现一定程度波动，从而对机械制造企业恢复高速增长产生较大影响。

3. 行业关注

宏观政策调整风险

机械制造行业的产成品广泛应用于建筑、铁路、公路及桥梁建设等，因此国家对大型基础设施的投资与建设是影响行业发展的重要因素。国家宏观经济政策的调整，特别是对基础设施建设投入计划的调整，将对整个行业的经营业绩带来直接影响。

出口乏力

我国机械产品虽有一定国际比较优势，但持续多年的出口高速增长已引发了日益剧烈的贸易摩擦。加之人民币汇率持续攀升削弱我国机械产品在价格方面的竞争力，因此我国机械产品进一步扩大出口的难度在不断加大。

行业转型艰难

为了应对传统机械产品需求下滑的挑战，机械行业新产品、新工艺研发趋于活跃，靠新产品开拓市场、靠技术进步降低成本、靠替代进口增加效益，正成为越来越多企业的自发选择。但机械行业企业普遍规模较大，企业转型、更新设备、技术投入资金大，转型周期相对较长，短期内效益难以显现。

4. 未来发展

机械制造业作为我国的优势产业，过去数十年依托国内外经济快速发展，基础设施建设大规

模开展而得到了高速发展，国内机械产品较欧美、日本性价比高，在国际市场占有一席之地。但随着金融危机的爆发以及世界经济复苏乏力、境外大规模固定资产投资急速下降，我国机械制造产品出口量下降，而国内由于宏观经济不景气和产业、经济转型导致需求亦不畅。

在机械制造行业面临的国内外环境更加复杂，产能过剩矛盾突出，市场需求环境趋紧、不确定因素增多的情况下，尽管机械工业经济增长速度仍有下行压力、行业发展外部环境总体偏紧的状况难有明显改观，但机械工业发展仍面临着诸多良好的机遇。尤其是我国提出建设“丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路”一带一路，鼓励向西开放，带动西部开发以及中亚国家、蒙古等内陆国家的开发，预计我国西部及中亚地区的基础设施建设将快速发展，对我国机械制造业的需求恢复提供了良好的外部条件。预计 2016 年我国机械工业的全年增长会与 2015 年持平，但行业运行仍将处于中速增长区间。

综合来看，国外新兴市场国家对基础设施建设有强烈需求，我国机械设备未来在非洲、美洲等地市场前景广阔。国内方面，虽然经济增速放缓、固定资产投资增速减慢、大部分传统产业处于升级转型期，但传统行业的产业升级和新兴产业发展初期的厂房建设、设备投资，以及高铁、城铁、地铁、高速公路等基础设施建设，仍将继续带动工程机械行业的发展。

四、管理分析

2015年，公司主要高管人员未发生人事变动，管理团队人员稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年度，国内固定资产投资减弱，基建、房地产项目开工率不足影响，工程机械行业正经受产能严重过剩、市场需求不振，公司搅拌设备、路面施工机械、特种车辆产品竞争力较弱，上述业务下滑较快；非板式橡胶支座、声屏障等桥梁功能部件产品属于项目建设过程中的工程材料，受项目实际开工进度、开工项目地理位置等因素的影响较大，以及部分产品受市场竞争加剧的影响，本期产销量同比大幅度下滑；公司重点转型产业轨道交通产业2015年度实现销售零突破；公司并购奥威科技新增超级电容器业务。

2015年，公司实现主营业务收入9.67亿元，同比下降20.61%，主要系桥梁功能部件以及搅拌设备、路面施工机械和特种车辆营业收入下降所致。分业务看，2015年，公司桥梁功能部件实现营业收入5.06亿元，同比下降36.10%，主要系项目实际开工进度放缓、项目地理位置以及部分产品市场竞争加剧所致，2015年收入占比为48.03%；轨道交通业务实现收入2.19亿元，轨道交通业务是公司新业务收入来源，主要为向成都地铁3、4号线提供车辆以及为新津R1有轨电车项目提供道床安装、电子系统收入，2015年收入占比为20.76%；搅拌设备、路面施工机械和特种车辆分别实现营业收入0.74亿元、0.65亿元和0.62亿元，较上年同比分别下降51.24%、44.68%和44.13%，主要系宏观经济下行以及市场竞争日益激烈所致。2015年，公司新增超级电容器业务，主要为子公司上海奥威科技开发有限公司向国内轨道交通系统制造商销售超级电容器，预计将成为公司新的利润增长点，当期实现收入0.21亿元。

产品毛利率方面，2015年公司综合毛利率为20.32%，同比下降4.99个百分点，主要系搅拌设备与特种汽车业务毛利下滑以及新增业务轨道交通业务毛利率较低所致。2015年，公司桥梁功能部件的部分产品毛利率为29.69%，同比下降了0.02个百分点，毛利率基本稳定；搅拌设备毛利率

为22.25%，同比下降了1.26个百分点，变化不大；路面施工机械毛利率同比增加4.70个百分点；特种汽车业务毛利率为-13.73%，同比下降19.43个百分点，主要系市场状况不佳以及公司产品竞争力较弱导致价格大幅下降所致。公司2015年新开展轨道交通业务，其毛利率为3.93%，毛利率较低，主要系公司新业务处于开展期产能尚未完全释放导致单位产品成本较高所致；2015年，公司新增超级电容器业务，其毛利率较高为42.27%。

表1 近两年公司主营业务收入及其毛利率变化情况（单位：万元、%）

产品	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
桥梁功能部件	79,208.45	65.02	29.71	50,617.68	52.33	29.69
轨道交通业务	--	--	--	21,875.90	22.62	3.93
搅拌设备	15,156.35	12.44	23.51	7,389.99	7.64	22.25
路面施工机械	11,824.18	9.71	21.88	6,541.47	6.76	26.58
特种汽车	11,037.50	9.06	5.70	6,166.54	6.38	-13.73
超级电容器业务	--	--	--	2,073.72	2.14	42.27
其他业务	4,599.88	3.78	11.20	2,053.62	2.12	1.43
合计	121,826.36	100.00	25.31	96,718.92	100.00	20.32

资料来源：公司年报

2016年1~3月，公司营业收入为1.99亿元，较上年同期下降1.33%，净利润为-0.48亿元，较上年同期下降了14.77%。

总体看，2015年，受项目开工及项目地理因素影响，下游需求不振以及部分市场竞争加剧，公司主营业务收入较上年有所下降；公司新增轨道交通业务与超级电容器业务，是公司未来收入的增长点。

2. 生产情况

2015年，公司转型业务轨道交通系统与超级电容器业务均实现销售，公司实施轨道交通业务的全产业链战略推行。公司轨道交通业务涉及到设计、道床系统、车体制造、储能设备制造（超级电容器）和电力系统制造领域，其中，具有自主知识产权的道床系统已完成多项研究并取得相关专利及CRCC认证，在市场推广方面有所突破，已在R1线投入使用；公司已获得市政行业（轨道交通工程）专业甲级工程设计资质，将使公司的轨道产业从规划设计到运营维护组成闭环的全产业链服务能力，形成整体竞争优势。

公司采取“以销定产”的生产模式，对主要生产工序均实行自主生产，对部分辅助工序和无生产成本优势工序采用产业链协作委托加工。2015年，公司传统产品产能较2014年无变化；新增超级电容器系统产能15万只/年，轨道交通车辆产能300辆/年。从生产情况来看，2015年，公司非板式橡胶支座生产大幅下降45.04%至1.93万座，主要系铁路项目进度以及项目地理位置影响所致；公司声屏障生产1.75万平方米，较上年下降92.33%，主要系2015年10月16日中国铁路总公司各单位暂停与公司声屏障产品合作关系12个月所致（相关分析见报告“重大事项”）；公司搅拌设备、路面施工机械和特种车辆受销售情况较差影响产量大幅下降，分别为76台、55台和185台，较上年分别下降44.12%、66.87%和63.51%；公司生产超级电容器10.17万只，生产轨道交通车辆42辆。

从产能利用率来看，2015年，公司传统业务非板式橡胶支座、声屏障、搅拌设备、路面施工机械、特种汽车产能利用率下滑很快；公司新产品超级电容器得到一定订单，产能利用率尚可为

67.83%，轨道交通车辆产能还需进一步释放，产能利用率仅为14.00%。

表2 近两年公司产品生产情况

产品类别	2014 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率 (%)	产能	产量	产能利用率 (%)
非板式橡胶支座(座)	37,700	35,035	92.93	37,700	19,256	51.08
声屏障(平方米)	2,000,000.00	228,416.15	11.42	2,000,000.00	17,512.79	0.88
搅拌设备(台)	150	136	90.67	150	76	50.67
路面施工机械(台)	500	166	33.20	500	55	11.00
特种汽车(台)	8,000	507	6.34	8,000	185	2.31
超级电容器系统(只/年)	--	--	--	150,000	101,739	67.83
轨道交通车辆(辆/年)	--	--	--	300	42	14.00

资料来源：公司提供

总体来看，2015年，公司传统产品生产下滑较快，产能利用率较低，新业务超级电容器和轨道交通车辆产能还需进一步释放。

3. 原材料供应

公司采购的核心原材料主要是钢材、铝材、橡胶和铸钢件，除下表所示通用核心材料外，公司还大量采购各类配件产品，近两年原材料在公司成本中的占比始终保持在70%以上。2015年，公司受大宗商品价格持续下降的影响，公司主要原材料采购价格均有所下降，对公司成本下降有积极影响。受公司传统产品产量下降的影响，公司主要原材料采购量均下降较快；其中，铝材采购量下降较快，铝材是生产声屏障的主要原材料，2015年公司声屏障产量下降较快。

表3 公司近两年主要原材料采购情况(单位：吨、元/吨)

原材料名称	项目	2014 年	2015 年
钢材	总采购量	18,556.99	10,103.14
	单价	3,462.64	3,295.65
铝材	总采购量	1,712.65	123.81
	单价	16,008.49	13,949.61
橡胶	总采购量	370.19	226.08
	单价	14,291.52	11,773.73
铸钢件	总采购量	9,914.81	6,163.12
	单价	5,934.84	5,559.98

资料来源：公司提供

从采购模式来看，对于常规小批量原材料，公司按照比质比价原则直接向合格供应商采购；对于钢材、橡胶等重要大批量原材料，主要采取招标采购。2015年公司前五名供应商合计采购金额为2.89亿元，占年度采购总额比例为34.78%，较2014年下降了7.20个百分点，采购集中度有所下降，其中第一大采购供应商占比为18.74%，有一定的集中采购风险。

表4 公司2015年前五大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	产品名称	结算方式	账期	全年交易金额	占比
供应商 A	车体钢结构等	电汇	1 年以内	15,551.59	18.74%
供应商 B	超级电容箱、牵引逆变器箱等	电汇	1 年以内	4,771.01	5.75%
供应商 C	底盘	电汇	1 年以内	3,621.35	4.36%
供应商 D	螺旋筋等	电汇	1 年以内	3,004.52	3.62%
供应商 E	侧墙板组成、立罩板组成等	电汇	1 年以内	1,919.28	2.31%
合计				28,867.76	34.78%

资料来源：公司提供

总体看，2015年，受大宗商品价格持续下降的影响，公司主要原材料采购价格有所下降对公司成本有一定积极影响；公司采购集中度有所下降，但是集中度仍较高。

4. 产品销售

2015年，公司非板式橡胶支座受铁路项目开工以及项目地理因素影响，销售量下滑较快；公司声屏障受中国铁路总公司处罚，销量大幅下降。公司搅拌设备、路面施工机械和特种汽车受宏观经济下行以及公司竞争力较弱的影响，销量大幅下滑。公司超级电容器和轨道交通车辆是公司的新业务，2015年，超级电容器销量为5.13万只，主要销往相关轨道生产单位作为储能设备；公司轨道交通车辆销售42台，主要向成都地铁3、4号线供应运行车辆。由于公司主要产品产量下降很快，公司主要产品产销率情况较好；2015年以前公司子公司奥威科技处于产品研发与生产线建设过程中，本年度业务开展处于起步期，超级电容器产品产销率相对较低。

从主要产品的销售价格来看，受益于CRCC资格认可供应商数量较少，竞争程度减弱，公司非板式橡胶支座价格略有增长；受公司声屏障处罚因素影响，公司部分声屏障销往公路领域，价格下降较大。公司搅拌设备、路面工程机械和特种汽车价格下降较大，主要系公司产品竞争力较弱以及行业不景气所致。公司新业务超级电容系统2015年平均售价为404.54元/只；轨道交通车辆售价为366.75万元/台。

表5 近两年公司产品销售情况

产品类别		2014 年	2015 年
非板式橡胶支座	销售量（座）	38,990	18,632
	单价（元/座）	9,542.54	10,210.55
	产销率（%）	111.29	96.76
声屏障	销售量（平方米）	227,301.00	82,585.52
	单价（元/平方米）	866.59	737.45
	产销率（%）	99.51	471.57
搅拌设备	销售量（台）	139	75
	单价（元/台）	1,090,384.59	985,332.53
	产销率（%）	102.21	98.68
路面施工机械	销售量（台）	221	84
	单价（元/台）	535,030.58	778,746.05
	产销率（%）	133.13	152.73
特种汽车	销售量（台）	476	225
	单价（元/台）	231,880.32	274,068.38
	产销率（%）	93.89	121.62

超级电容器系统	销售量（只）	--	51,261.00
	单价（元/只）	--	404.54
	产销率（%）	--	50.38
轨道交通车辆（辆）	销售量（辆）	--	42
	单价（元/辆）	--	3,667,483.60
	产销率（%）	--	100.00

资料来源：公司提供

2015年，公司销售结算主要采用现金及票据方式，但不同产品类别投标标的约定的付款周期不同，平均销售结算周期为6~24个月，因此公司实际回款有限，形成了较大规模的应收账款；2015年，还存在部分客户拖欠销售款的情况，存在一定回收风险。2015年，公司前五名客户合计销售金额2.76亿元，占年度销售总额比例为26.18%，较2014年上升了8.13个百分点，客户集中有所提高，其中第一大销售客户销售占比14.62%，有一定的集中销售风险。

表6 公司2015年前五大销售客户情况（单位：元、%）

客户	产品名称	结算方式	账期	营业收入	占比（营业收入）
客户 A	轨道交通车辆	电汇	1 年以内	154,034,311.09	14.62
客户 B	轨道产品	电汇	1 年以内	47,887,746.12	4.54
客户 C	支座	电汇	1 年以内	31,729,242.12	3.01
客户 D	支座、伸缩缝	电汇	1 年以内	21,648,056.68	2.05
客户 E	支座、伸缩缝	电汇	1 年以内	20,589,456.42	1.95
合计				275,888,812.43	26.18

资料来源：公司提供

总体看，2015年，公司产品销售规模下降，销售回款时间很长，回款情况变差，存在一定回收风险；同时客户集中度有所上升且集中度较高，有一定集中销售风险。

5. 重要事项

因公司业务人员擅自决定制作虚假声屏障检测报告，中国铁路总公司各单位暂停与公司声屏障产品合作关系12个月（自2015年10月16日至2016年10月15日止）。上述处罚对公司2016年经营业绩将产生一定影响，声屏障产品暂时无法向铁路项目投招标。公司已经进行相关领导的调换，对公司相关制度进行了修正并且严格加强管理；同时，公司加大了向公路项目的投招标力度，以降低处罚对公司经营的负面影响

总体看，中国铁路总公司对公司的处罚对公司声屏障业务影响较大。

6. 经营关注

（1）国内经济持续放缓，机械制造业结构调整尚未完成，公司面临较为严峻的生存环境。

（2）公司混凝土搅拌设备、路面施工机械和特种车辆产品市场竞争力较弱，以及新业务产生尚未释放，公司盈利水平快速下降，经营亏损持续扩大。

（3）公司声屏障业务受到铁路总公司的处罚，2016年，声屏障业务收入会低位运行。

（4）公司销售回款账期较长，通常在6~24个月，实际回款有限，应收账款规模较大，对公司营运租金的占用较高。

7. 未来发展

公司结合自身的资源特征和发展状况，在深入分析国际国内宏观经济环境及演变趋势的基础上，以公共交通和民用建筑为业务核心，提出了符合公司实际的“同心多元化”发展战略，为公共交通和民用建筑的“建设全过程，运营全寿命”提供产品和服务。在立足现有业务组合的基础上，公司拟充分利用自身资源，积极开拓新市场、新项目。在公共交通运营设施方面，重点提供城市现代有轨电车系统产品及维修、保养服务；在民用建筑方面，重点提供桥梁、道路、机械、水电建筑等重要功能部件、结构安全部件、关键工序施工设备等产品与服务，并提供重点包括桥梁的检测与维护加固、公路及铁路道路维护车辆及设备、交通地质灾害及环境污染处置等产品与服务在内的公共交通维护业务。以此形成的同心多元化产品与服务，将使公司在公共交通和民用建筑领域，从建设到运营围绕相同的客户资源形成较为完整的产品链与服务链，进一步巩固公司的核心竞争能力，支持公司的长期稳定发展。

综合来看，同心多元化产品与服务的战略将使公司在公共交通和民用建筑领域，从建设到运营围绕相同的客户资源形成较为完整的产品链与服务链，进一步巩固公司的核心竞争能力，支持公司的长期稳定发展。

六、财务分析

公司提供的2015年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016年一季度报告未经审计。2015年1月31日，公司收购了上海奥威科技开发有限公司，该公司资产总额及营业收入规模均较小，对公司财务数据可比性影响较小。截至2015年底，公司合并范围内共7家子公司。

截至2015年底，公司合并资产总计51.19亿元，负债合计26.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.29亿元，其中归属于母公司所有者权益23.11亿元。2015年，公司实现营业收入10.54亿元，净利润（含少数股东损益）-1.72亿元，其中归属于母公司的净利润-1.58亿元。2015年，经营活动净现金流为-0.43亿元，现金及现金等价物净增加额为0.24亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总计51.16亿元，负债合计27.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.81亿元，其中归属于母公司所有者权益22.65亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入1.99亿元，净利润（含少数股东损益）-0.48亿元，其中归属于母公司的净利润-0.46亿元。2016年1~3月，经营活动净现金流为1.39亿元，现金及现金等价物净增加额为0.84亿元。

1. 资产质量

截至2015年底，公司资产合计51.19亿元，较年初增长13.62%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占比下降了4.97个百分点至50.09%，非流动资产占比增长至49.91%。公司资产结构仍较为均衡。

流动资产

2015年末，公司流动资产25.64亿元，较年初增长3.35%，主要系应收账款与存货增长所致。公司流动资产以货币资金（占比25.01%）、应收账款（占比42.25%）和存货（占比22.40%）为主。

截至2015年底，公司货币资金6.41亿元，较年初下降5.55%，主要系本年度公司业务转型投资支出增加以及主营业务亏损所致。公司货币资金中使用受限金额1.33亿元，占比为20.75%，主要系信用证保证金、银行承兑汇票保证金、投标保证金和履约保函保证金等，公司货币资金受限比率较高。

截至2015年底，公司应收账款10.83亿元，较年初增长6.85%，主要系公司下游客户欠款比例上升所致。截至2015年底，公司应收账款按账龄计提坏账准备的组合中，账龄在1年以内的占比75.64%，1~2年的占比为16.88%，公司对应收账款共计提坏账准备8,207.94万元，计提比例7.04%，公司存在一定坏账计提风险。前五名欠款单位欠款额合计3.60亿元，占公司应收账款的30.89%，较上年末提高了8.42%；公司计提前五名欠款单位的坏账准备为1,157.40万元，占本年底计提坏账总额的14.10%。公司应收账款金额较大且部分账龄较长，应收账款集中度较高，公司应收账款存在一定回收风险。

截至2015年底，公司存货5.74亿元，较年初增长22.75%，主要系轨道交通车辆制造增加所致。公司存货中原材料占比29.77%，在产品占比44.65%，库存商品占比11.75%，发出商品占比9.95%，低值易耗品占比3.87%。截至2015年底，公司对存货计提跌价准备1,711.45万元，计提比例为2.89%，较上年提高了2.28个百分点；大宗商品价格下降以及公司主要产品价格下降，公司存在一定跌价风险。

非流动资产

2015年底，公司非流动资产为25.55亿元，较年初增长26.20%，主要源于无形资产和固定资产的增加。非流动资产主要以长期应收款（占比4.89%）、固定资产（占比59.46%）、和无形资产（占比12.47%）为主。

截至2015年底，公司长期应收款1.25亿元，较年初增长7.58%，主要系公司投资新津现代有轨电车示范线项目的投资收益增长所致。公司长期应收款是与新津县交通建设投资有限公司合作投资的PPP项目新津现代有轨电车示范线项目。

截至2015年底，公司固定资产账面价值为15.19亿元，较年初增长32.33%，主要系年产300辆城市低地板车辆厂房和密炼厂房等在建项目转入固定资产所致。固定资产主要由房屋建筑物（占比73.79%）、机器设备（占比24.41%）、电子设备及办公设备（占比0.91%）和运输设备（占比0.89%）构成。截至2015年底，公司对固定资产累计计提折旧3.54亿元，固定资产成新率为80.98%，成新率较高。截至2015年底，公司通过融资租赁取得的固定资产合计2.62亿元，占比17.23%。

截至2015年底，公司无形资产为3.19亿元，较年初增长了49.83%，主要系公司购置土地1,001.74万元、通过收购奥威科技增加土地使用权8,323.25万元以及增加专利权1,187.00万元所致。公司无形资产中的2.67亿元已被用于抵押担保。

截至2016年3月底，公司资产合计51.16亿元，较年初小幅下降0.06%，其中流动资产占比50.21%，非流动资产占比49.79%，资产结构较年初变化不大。流动资产仍主要由货币资金、应收账款、存货构成，其中货币资金因销售回款而有所增长，存货较年初有所增长。公司非流动资产仍主要由固定资产、无形资产和其他非流动资产构成，较年初变化不大。

总体看，2015年，公司固定资产增长较快；公司受限资产比例较大；公司应收账款规模较大，下游客户欠款比例提高；公司存货坏账率增长很快，占比较大对营运资金形成一定的占用，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计26.90亿元，较年初增长33.29%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比增加了16.09个百分点到82.06%，非流动负债占比为17.94%。公司负债结构仍以流动负债为主，负债结构有待调整。

流动负债

2015年末，公司流动负债为22.07亿元，较年初增长了65.81%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债快速增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占比29.15%）、应付票据（占比6.50%）、应付账款（占比31.35%）和一年内到期的非流动负债（占比28.03%）构成。

截至2015年底，公司短期借款6.43亿元，较年初增长23.48%，主要系增加短期借款补充流动资金所致；应付票据1.43亿元，较年初下降59.79%，主要系公司银行承兑汇票到期解汇所致；应付账款6.92亿元，较年初增长122.73%，主要系公司票据支付地铁、低地板车辆等生产应付供应商款项减少所致；一年内到期的非流动负债6.19亿元，较年初增长约12倍，主要系长期借款0.3亿元以及应付债券4.99亿元重分类所致。

非流动负债

2015年末，公司非流动负债为4.83亿元，较年初下降29.73%，主要系应付债券与长期借款减少所致。公司非流动负债以长期借款（占比68.39%）、长期应付款（占比19.44%）和递延所得税负债（占比7.61%）为主。

截至2015年底，公司长期借款为3.30亿元，全部为抵押借款。

截至2015年底，公司应付债券全部重分类为一年内到期的非流动负债，公司应付债券于2016年12月7日到期。

截至2015年底，公司长期应付款为0.94亿元，较年初下降27.32%，主要系部分长期应付款重分类为一年内到期的非流动负债所致，公司长期应付款主要为应付融资租赁费。

截至2015年底，公司递延收益0.37亿元，较上年增长2.40倍，主要系公司与资产相关的政府补助增加所致；

从公司债务规模来看，2015年底公司的全部债务为18.29亿元，其中短期债务为14.05亿元，长期债务为4.24亿元，公司债务结构有待优化。截至2015年底，公司资产负债率为52.54%，较年初上升7.75个百分点；全部债务资本化比率为42.95%，较年初上升3.78个百分点；长期债务资本化比率为14.85%，较年初下降了6.52个百分点，主要系长期债务重新分类为一年内到期的流动负债所致，公司债务负担有所加重。

截至2016年3月底，公司负债27.35亿元，较年初增长1.68%，其中流动负债占比77.86%，非流动负债占比22.14%，非流动负债占比较年初有所增长，主要系长期借款增加所致，整体负债结构较年初变化不大。截至2016年3月底，公司全部债务合计18.12亿元，较年初下降0.95%，主要系短期借款减少所致，短期债务占比有所下降。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.46%、43.21%和18.70%，分别较年初提高了0.92、0.26和3.85个百分点，整体债务规模较年初有所增长。

总体看，2015年公司一年内到期的债务增加较快，存在集中还款压力；负债结构以流动负债为主，债务结构有待改善。

所有者权益

由于2015年公司经营发生亏损，公司所有者权益有所下降；截至2015年底，公司所有者权益合计24.29亿元，较年初下降2.34%，其中归属于母公司的所有者权益23.11亿元，占比95.14%。归属于母公司的所有者权益中，股本占27.92%，资本公积占62.63%，盈余公积占2.37%，未分配利润占6.97%。公司所有者权益稳定性尚可。

截至2016年3月底，公司所有者权益23.81亿元，较年初下降1.99%，主要系持续亏损导致未分配利润下降所致，所有者权益结构变化不大，稳定性尚可。

总体看，公司债务仍以流动负债为主，债务有所增加，整体债务负担有所加重。受亏损的影响，公司所有者权益有所下降，公司所有者权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2015年，公司营业收入为10.54亿元，同比下降17.35%；营业成本为8.40亿元，同比下降了11.92%；公司营业利润继续亏损且规模增加，为-2.11亿元；同期公司取得营业外收入0.13亿元，其中政府补助占比83.71%，受上述影响，2015年公司实现净利润-1.72亿元，由盈利转为亏损；归属于母公司所有者的净利润-1.58亿元。

2015年，公司期间费用总额为4.23亿元，同比上升11.88%；其中管理费用由于公司收购奥威科技以及加大对新产业的研发投入导致较上年增长19.61%，销售费用因公司轨道交通产业为适应市场和客户需求，单独设立销售部门加大市场拓展力度而增长10.51%，财务费用较上年变化不大。2015年公司的费用收入比为40.17%，较上年提高了10.49个百分点。总体看公司费用控制能力有待加强。

由于2015年公司亏损情况较为严重，使得2015年公司总资本收益率、总资产报酬率均和净资产收益率均为负值，其中总资本收益率下降了4.58个百分点到-1.58%；总资产报酬率下降了4.57个百分点到-2.00%；净资产下降了7.41个百分点到-6.99%。

2016年1~3月，公司营业收入为1.99亿元，较上年同期下降1.33%，净利润为-0.48亿元，较上年同期下降了620.89万元。

总体来看，公司总收入下降很快，整体呈经营严重亏损状态；费用控制能力有待加强。

4. 现金流

随着公司经营规模下降，公司经营活动现金流入较上年下降6.98%，2015年为10.65亿元；由于公司存货增长较快导致公司经营现金流出增加20.77%，2015年为11.08亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为-0.43亿元，由净流入转为净流出。2015年，公司现金收入比为98.69%，较上年增加了14.49个百分点，公司收入实现质量尚可。

2015年，公司投资活动规模略有提高，投资活动产生的现金流量净额为-2.83亿元，净流出规模增长3.11%，主要系本年度公司收购奥威科技所致。

2015年，公司筹资活动产生的现金净额为3.50亿元，较上年增长24.04%，主要系公司本年度新增银行借款增长较快所致。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入1.39亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.48亿元，主要系公司在建工程规模有所扩大所致；公司筹资活动产生的现金净流出-598.79万元，主要系偿还银行贷款所致。

总体看，2015年，受经营规模下降以及存货增长较快影响，公司经营活动现金流呈净流出态势；投资活动支出压力有所增加，公司筹资活动现金净额有所增长。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司流动比率和速动比率分别由2014年的1.86倍和1.51倍下降至1.16倍和0.90倍，流动比率与速动比率均较低。现金短期债务比由2014年的0.77倍下降至0.46倍；2015年，公司经营现金流动负债比率为-1.95倍，经营现金流对流动负债的保障能力较差。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，公司盈利能力下降导致2015年公司EBITDA为0.32亿元，同比下降

了 83.01%；2015 年，公司 EBITDA 由折旧（占比 344.68%）、摊销（占比 57.89%）、计入财务费用的利息支出（占比 332.18%）和利润总额（占比-634.75%）；同期，公司 EBITDA 全部债务比为 0.02 倍，较上年下降了 0.10 倍；EBITDA 利息倍数由 2014 年的 1.82 倍下降至 0.30 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度下降很快。整体看，公司长期偿债能力较弱。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1051013200015290U），截至 2016 年 4 月 29 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

截至 2015 年底，公司银行授信总额为 22.45 亿元，授信余额为 7.31 亿元。公司间接融资能力较强，融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司对外担保余额为 3,162.29 万元，主要系对子公司进行融资租赁而向融资租赁公司的担保。

总体看，2015 年，公司一年内到期的非流动负债增长较快，公司短期偿债能力较弱；公司经营情况不佳，呈亏损状态，公司长期偿债能力下滑较大。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）6.52亿元，约为“11新筑债”本金（5亿元）的1.30倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产24.29亿元，约为债券本金（5亿元）的4.86倍，公司现金类资产和净资产能够对“11新筑债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为0.32亿元，约为债券本金（5亿元）的0.06倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度很低。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入10.65亿元，约为债券本金合计（5亿元）的2.13倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到虽然公司目前呈亏损状态，但是公司轨道交通业务和超级电容其业务未来是公司的新增长点等因素，联合评级认为，公司对“11 新筑债”的偿还能力一般。

八、担保方实力分析

本次“11新筑债”由新筑投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 新筑投资概况

新筑投资成立于1996年9月16日，系由自然人黄志明、冯克敏和张宏鹰共同出资组建的有限责任公司。其后历经数次增资，截至2015年底，新筑投资注册资本6,180万元，其中：黄志明出资4,950.18万元，占注册资本的80.10%；冯克敏出资920.82万元，占注册资本的14.90%；张宏鹰出资309万元，占注册资本的5.00%。新筑投资最终控制人为自然人黄志明。

新筑投资经营范围包括：项目投资（不含期货、金融、证券）及咨询；投资管理；企业管理咨询、策划、设计；销售：建筑材料（不含危险品及木材）、沥青、化工原料及产品（不含危险化学品），机电产品（不含小汽车）、环保设备、金属材料（不含稀贵金属）、矿产品（国家有专项规定的除外）、冶金炉料；货物进出口。（以上范围法律、行政法规及国务院决定禁止的项目除外，限制的项目取得许可后方可经营。）

新筑投资下设投资部、管理部、财务部等职能部门。

新筑投资注册地址：四川新津工业园区 A 区希望路 857 号。

新筑投资法定代表人：黄志明。

2. 新筑投资业务运营

新筑投资主要进行投资，公司本部收入来源较少，其主要收入来自于新筑股份和子公司四川新筑路业发展有限公司（以下简称“新筑路业”）以及西藏新筑建设有限公司（以下简称“西藏新筑”）的道路建设业务。2015 年新筑投资实现营业收入 17.24 亿元，同比增加 11.37%，主要系公司道路建设业务增加所致；新筑投资实现净利润为-2.22 亿元，较上年下降了 1.80 亿元，主要是新筑股份亏损增加 1.80 亿元所致，公司盈利能力主要受新筑股份盈利能力下降影响。

分业务情况看，2015 年，新筑投资机械设备收入 9.67 亿元，较上年下降了 20.61%，主要系新筑股份主营业务下降所致，业务占比 56.10%；公司道路建设收入 6.20 亿元，较上年增长 3.28 倍，主要系子公司西藏新筑与西藏拉萨置地公司于 2014 年签约两个 BT 项目合同（西藏文化旅游创意园项目与拉萨教育成道路项目），项目投资分别为 1.95 亿和 2.65 亿，预期建设期分别为 24 个月和 6 个月，两项目均于 2015 年验收完毕，实现收入所致。

从毛利率看，2015 年，新筑投资毛利率为 21.84%，主要系机械设备业务毛利率有所下降以及道路建设业务毛利率下滑较快所致；新筑投资机械设备业务毛利率为 19.99%，毛利率有所下降，主要系子公司新筑股份毛利率下滑较快所致；公司道路建设业务毛利率为 25.30%，下滑较快，主要是西藏文化创意园 BT 项目合同约定收益率 20.5%和拉萨教育城项目合同约定收益 22.00%所致。

表7 2014~2015年新筑投资主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
机械设备	12.18	81.82	25.31	9.67	56.10	19.99
道路建设	1.89	12.70	47.39	6.20	35.94	25.30
其他	0.82	5.48	26.24	0.38	2.20	21.84
合计	14.89	100.00	26.24	17.24	100.00	21.84

资料来源：新筑投资审计报告

总体来看，2015 年，受西藏新筑业务发展较快的影响，新筑投资整体营业收入规模有所增长；受控股子公司新筑股份盈利能力大幅下滑影响，新筑投资亏损扩大。

3. 新筑投资财务分析

新筑投资提供的2015年财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见审计报告。

截至2015年底，新筑投资（合并）资产总额为73.43亿元，负债合计为42.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.22亿元，其中归属于母公司的所有者权益10.93亿元。新筑投资2015年实现营业收入17.24亿元，实现净利润-2.22亿元。经营活动产生的现金流量净额-3.54亿元，现金及现金等价物净增加额2.53亿元。

（1）资产质量

截至2015年底，新筑投资资产总额73.43亿元，较年初增长9.30%。其中流动资产占比62.49%，非流动资产占比37.51%，流动资产占比略有降。新筑投资资产主要由新筑路桥构成，占比69.73%。

截至2015年底，新筑投资流动资产45.89亿元，较年初增长8.07%，主要系货币资金和其他应付款增加所致。流动资产主要由货币资金（占比20.74%）、应收账款（占比28.41%）、存货（26.70%）和其他应付款（占比18.93%）构成。

截至2015年底，新筑投资货币资金9.52亿元，较年初增长17.92%，主要系2015年新筑投资减持新筑股份股票以及增加借款所致。其中，其他货币资金1.68亿元，由信用证保证金、银行承兑汇票保证金、投标保证金和履约保证金构成，新筑投资受限资金占比17.67%，受限比率较高。截至2015年底，新筑投资应收账款13.04亿元，较年初增长10.71%，主要系新筑股份应收账款增长所致。截至2015年底，新筑投资其他应收款8.69亿元，较年初增长59.43%，主要系关联方往来款以及路桥建设业务履约保证金增加所致；新筑投资其他应收款计提坏账准备0.39亿元，占比4.28%；其中采用账龄法计提坏账准备0.37亿元，单项金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款计提坏账准备110.42万元；新筑投资其他应收款坏账计提比率较为充分。截至2015年底，新筑投资存货12.25亿元，较年初下降5.21%，主要系在产品与发出产品大幅下降所致；新筑投资计提存货跌价准备0.17亿元，主要由新筑股份原材料与在产品计提跌价准备构成，公司面临一定计提存货跌价准备风险。

截至2013年底，新筑投资非流动资产27.54亿元，较上年增长11.43%，主要系固定资产和无形资产增长较快所致。新筑投资非流动资产主要由固定资产（占比57.52%）和无形资产（占比11.54%）构成。

截至2015年底，新筑投资固定资产15.84亿元，较年初增长30.19%，主要系新筑股份城市在建工程低地板车辆生产线以及车间与密炼厂房转入所致；新筑投资固定资产账面原值19.93亿元，累计折旧4.06亿元，固定资产成新率74.37%，固定资产成新率一般；截至2015年底，新筑投资无形资产3.18亿元，较年初增长50.91%，主要系新筑股份购置土地1,001.74万元、通过收购奥威科技增加土地使用权8,323.25万元以及增加专利权1,187.00万元所致。

总体看，新筑投资资产构成主要由新筑股份资产为主，资产结构仍以流动资产为主，但存货、应收账款及其他应收款占比较高，资产流动性较差，整体资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

截至2015年底，新筑投资负债合计42.20亿元，较上年增长3.57%；其中流动负债占比88.57%，非流动负债占比11.43%，流动负债占比进一步增长。

截至2015年底，新筑投资流动负债37.38亿元，较上年增长22.08%；其中短期借款（主要为新筑投资以新筑股份普通股质押产生的质押借款和新筑股份的保证借款）、应付账款（主要为采购地铁、低地板车辆材料款构成）和一年内到期的非流动负债（主要由新筑股份一年内到期的应付债券和长期借款以及子公司抵押借款构成）上升幅度较大。

截至2015年底，新筑投资非流动负债4.83亿元，较年初下降52.36%，系应付债券、部分长期借款与长期应付款于本年到期所致。

截至2015年底，新筑投资全部债务29.00亿元，较上年变化不大；其中，短期债务24.76亿元，较年初大幅上升30.05%，长期债务4.24亿元。截至2015年底，新筑投资长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为11.95%、48.15%和57.48%，较上年分别下降了15.54、4.22和3.18个百分点，债务负担有所降低，但短期刚性负担较重。

截至2015年底，新筑投资所有者权益31.22亿元，较上年增长18.14%，主要系新筑投资处置新筑股份股票所致。其中，归属于母公司所有者权益占比35.00%。归属于母公司的所有者权益中，股本占比5.66%，资本公积占比99.27%（全部为其他资本公积），盈余公积占比5.31%，未分配利

润占比-10.41%。新筑投资所有者权益主要由新筑路桥所有者权益构成，占比为77.80%。

总体看，新筑投资流动负债增长很快，短期刚性债务负担较重，所有者权益稳定性较差。

（3）盈利能力

2015年新筑投资实现营业收入17.24亿元，较上年增长11.47%；发生营业成本13.37亿元，较上年增长19.82%。新筑投资营业利润亏损3.05亿元，盈利水平大幅下降；同期新筑投资取得营业外收入0.13亿元（主要为政府补助），净利润亏损2.22亿元。

2015年新筑投资期间费用合计6.41亿元，较上年增长18.42%，主要系新筑股份管理费用及销售费用增长较快所致；销售费用、管理费用和财务费用分别为0.93亿元、3.18亿元和2.30亿元，较上年分别增长7.94%、32.81%和6.65%。2015年，新筑投资费用收入为37.18%，较上年增长2.20个百分点，公司成本控制能力有待提高。

总体看，受新筑股份盈利水平大幅下降，新筑投资整体盈利亏损持续扩大；费用收入比较高，成本控制能力有待提高。

（4）现金流

2015年，新筑投资经营性现金流入和流出分别为20.22亿元和23.76亿元，经营活动产生的现金流量净额为-3.54亿元，主要系支付材料及工程款增加所致。2015年新筑投资现金收入比率为116.01%，较2014年增长18.70个百分点。

2015年，新筑投资投资活动产生的现金流量净额为5.00亿元，较上年提高33.26倍，主要系出售新筑股份股票所致。

2015年，新筑投资筹资活动所产生的现金流量净额为1.06亿元，筹资来源主要为银行借款，大部分用于偿还债务本息。

综合来看，公司经营性现金流量净额大幅下降，筹资来源较为单一，日常现金流趋于紧张。

（5）偿债能力分析

从短期偿债指标来看，新筑投资流动比率、速动比率和现金短期债务比分别由2014年底的1.39倍、0.96倍和0.45倍下降至2015年底的1.23倍、0.90倍和0.39倍，短期偿债能力有所下降；2015年，新筑投资经营现金流动负债比率为-9.46%，经营现金流对流动负债的保障能力较差。

从长期偿债指标来看，2015年新筑投资EBITDA为0.93亿元，利润总额亏损持续扩大，使得EBITDA同比下降58.68%；同期，公司EBITDA全部债务比和EBITDA利息倍数分别由2014年的0.08倍和1.02倍下降至0.03倍和0.39倍，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度进一步下降。

截至2015年底，新筑投资累计对外担保余额为19.90亿元，占净资产的比率为64.51%，新筑投资对外担保比率很大，对新筑投资偿债能力有较大不利影响。

总体来看，新筑投资主要收入自于新筑股份，二者关联性较大，新筑投资净利润大幅减少。2015年，新筑投资短期偿债能力和长期偿债能力均有所下降，对外担保比率较高，偿债能力整体较差。

4. 担保效果评价

从新筑投资资产情况来看，截至2015年底，新筑投资现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）9.63亿元，约为“11新筑债”本金（5亿元）的1.93倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；新筑投资净资产31.22亿元，约为债券本金（5亿元）的6.24倍，公司现金类资产和

净资产能够对“11新筑债”的按期偿付起到的保障作用一般。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为0.93亿元，约为债券本金（5亿元）的0.19倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度很低。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入20.22亿元，约为债券本金合计（5亿元）的4.04倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，新筑投资的主要资产与所有者权益由新筑股份构成，新筑投资盈利能力持续下滑，经营呈亏损状态等因素，联合评级认为，新筑投资对“11新筑债”的偿还能力一般。

九、综合评价

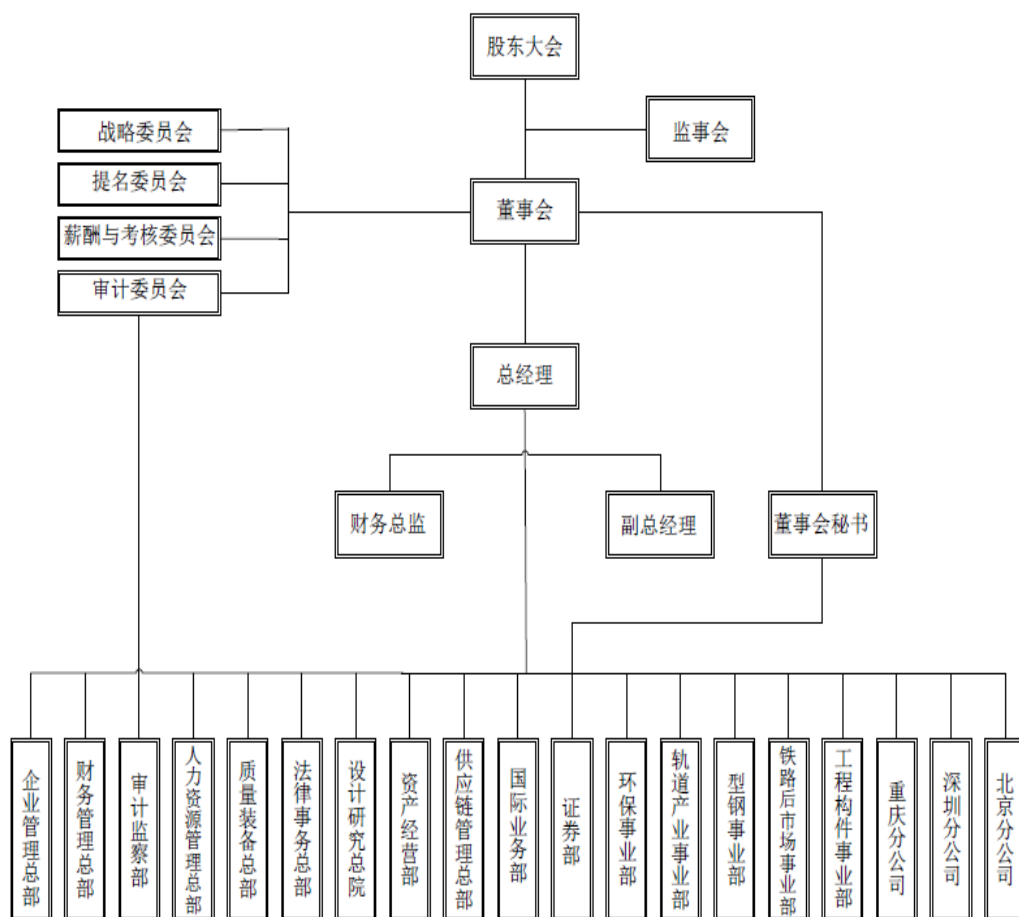
公司是国内规模较大的桥梁构件生产企业，在技术研发等方面仍具有一定优势。

跟踪期内，随着公司承揽的铁路项目开工进度放缓、公司声屏障业务受到处罚、工程机械行业景气度下降以及市场竞争激烈，公司营业收入快速下降，产能利用率下滑很快，经营呈现较大规模的亏损局面；整体债务负担变化不大，短期偿债能力较弱，长期偿债能力下滑很快。未来，公司在立足现有业务架构的基础上，将新增城市有轨电车制造作为公司主营业务的重要组成部分，收购上海奥威科技开发有限公司新增超级电容器业务，预计上述业务会成为公司新的利润增长点。

跟踪期内，本次债券的担保方新筑投资主要资产与所有者权益由新筑股份构成，受子公司盈利能力持续下滑影响，经营呈亏损状态，其担保能力有所下降。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望调整为“负面”，同时维持本期债券“AA-”的债项信用等级。

附件 1 成都市新筑路桥机械股份有限公司内部组织机构图



附件 2 成都市新筑路桥机械股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	45.05	51.19	51.16
所有者权益 (亿元)	24.88	24.29	23.81
短期债务 (亿元)	9.26	14.05	12.64
长期债务 (亿元)	6.76	4.24	5.48
全部债务 (亿元)	16.02	18.29	18.12
营业收入 (亿元)	12.75	10.54	1.99
净利润 (亿元)	0.09	-1.72	-0.48
EBITDA (亿元)	1.88	0.32	--
经营性净现金流 (万元)	2.28	-0.43	1.39
应收账款周转次数 (次)	1.23	0.94	--
存货周转次数 (次)	2.02	1.58	--
总资产周转次数 (次)	0.31	0.22	0.04
现金收入比率 (%)	84.19	98.69	188.94
总资本收益率 (%)	3.00	-1.58	--
总资产报酬率 (%)	2.57	-2.00	--
净资产收益率 (%)	0.42	-6.99	-2.01
营业利润率 (%)	24.37	19.28	19.37
费用收入比 (%)	29.68	40.17	50.05
资产负债率 (%)	44.79	52.54	53.46
全部债务资本化比率 (%)	39.17	42.95	43.21
长期债务资本化比率 (%)	21.37	14.85	18.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.82	0.30	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.02	--
流动比率 (倍)	1.86	1.16	1.21
速动比率 (倍)	1.51	0.90	0.89
现金短期债务比 (倍)	0.77	0.46	0.56
经营现金流动负债比率 (%)	17.09	-1.95	6.52
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.38	0.06	--

注：本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2016 年一季报未经审计；EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 新筑投资集团有限公司主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	67.18	73.43
所有者权益（亿元）	26.43	31.22
短期债务（亿元）	19.04	24.76
长期债务（亿元）	10.02	4.24
全部债务（亿元）	29.06	29.00
营业收入（亿元）	15.48	17.24
净利润（亿元）	-0.42	-2.22
EBITDA（亿元）	2.25	0.93
经营性净现金流（万元）	3.89	-3.54
应收账款周转次数（次）	--	1.28
存货周转次数（次）	--	1.05
总资产周转次数（次）	--	0.25
现金收入比率（%）	97.31	116.01
总资本收益率（%）	--	0.25
总资产报酬率（%）	--	-0.89
净资产收益率（%）	--	-7.69
营业利润率（%）	26.52	20.37
费用收入比（%）	34.98	37.18
资产负债率（%）	60.66	57.48
全部债务资本化比率（%）	52.37	48.15
长期债务资本化比率（%）	27.50	11.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	0.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.03
流动比率（倍）	1.39	1.23
速动比率（倍）	0.96	0.90
现金短期债务比（倍）	0.45	0.39
经营现金流动负债比率（%）	12.70	-9.46

注：本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。