

江苏中泰桥梁钢构股份有限公司

2012年2.5亿元公司债券

2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



江苏中泰桥梁钢构股份有限公司

2012年2.5亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余规模：2.5亿元

债券到期日期：2017年10月15日

评级日期：2014年06月13日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：2.5亿元

评级日期：2013年06月06日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”或“公司”）及其2012年10月发行的2.5亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014年跟踪评级结果为：下调本期债券信用等级为AA-，下调公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	165,914.92	178,064.69	113,005.93
归属于母公司所有者权益(万元)	58,876.94	66,405.10	26,782.03
资产负债率	62.31%	60.68%	73.14%
流动比率	1.58	1.79	1.07
速动比率	0.77	1.01	0.55
营业收入(万元)	66,550.59	76,044.89	91,435.35
营业利润(万元)	-8,675.09	5,105.63	9,808.00
利润总额(万元)	-8,580.96	5,348.75	9,748.09
综合毛利率	1.74%	16.67%	16.48%
总资产回报率	-2.54%	4.98%	10.38%
EBITDA(万元)	-2,041.78	9,565.14	12,822.90
EBITDA 利息保障倍数	-	5.05	13.09
经营活动现金流净额(万元)	-10,014.75	-42,856.17	-3,560.13

资料来源：公司审计报告

正面:

- 2013年公司新接订单较多，未来业务较有保障；
- 公司资质较为齐全，技术研发方面有一定的优势；
- 在建项目有助于提高公司的生产规模，增强公司的规模和技术优势。

关注:

- 我国宏观经济下行压力加大，基础设施建设投入增速放缓，公司新接订单数量和营业收入有所下降；
- 桥梁钢构行业竞争激烈，东部地区劳动力成本上涨，生产成本上升，2013年度公司净利润亏损较大；
- 公司运营资本需求较大，面临一定的资金压力；
- 财务费用等期间费用增长，对公司盈利能力构成一定负面影响；
- 公司刚性负债规模较大，有一定的刚性偿债压力。

分析师

姓名：王洪超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：wanghch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1121号文核准，公司于2012年10月15日公开发行公司债券，票面利率7.00%，在债券存续期限的前3年内固定不变。本期债券募集资金总额2.5亿元。

本期债券的起息日为2012年10月15日，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。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。2013年至2017年每年的10月15日为上一个计息年度的付息日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的付息日为2013年至2015年的10月15日。本期债券的兑付日为2017年10月15日，如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的兑付日为2015年10月15日。

本期募集资金已全部用于补充流动资金、偿还公司债券，调整负债结构。截至2014年5月31日本期债券兑付情况如下：

表1 截至2014年5月31日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售金 额(亿元)	利息支付(万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年10月15日	2.50	-	1,750.00	2.50

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2013年12月31日，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。公司第一大股东为江苏环宇投资发展有限公司，持股比例为34.20%，实际控制人为陈禹。

截至2013年12月31日，公司合并报表范围内子公司共计3家。2013年度公司合并报表范围无变化。

表2 截至2013年12月31日公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	经营范围	注册资本	持股比例
江苏省江阴经济开发区靖江园区南方重工有限公司	制造业	生产钢结构构件、销售产品并提供安装等售后服务	1,440 万美元	75%
靖江金泰储运有限责任公司	运输业	水上货物运输、装卸；货物（除危险品）仓储	350 万元	100%
中泰桥梁北美公司	产品销售及安装服务	产品销售及安装服务	20.884 万美元	100%

资料来源：公司年报

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 165,914.92 万元，归属于母公司的所有者权益 58,876.94 万元，资产负债率 62.31%。2013 年度，公司实现营业收入 66,550.59 万元，利润总额亏损 8,580.96 万元，经营活动产生现金净流出 10,014.75 万元。

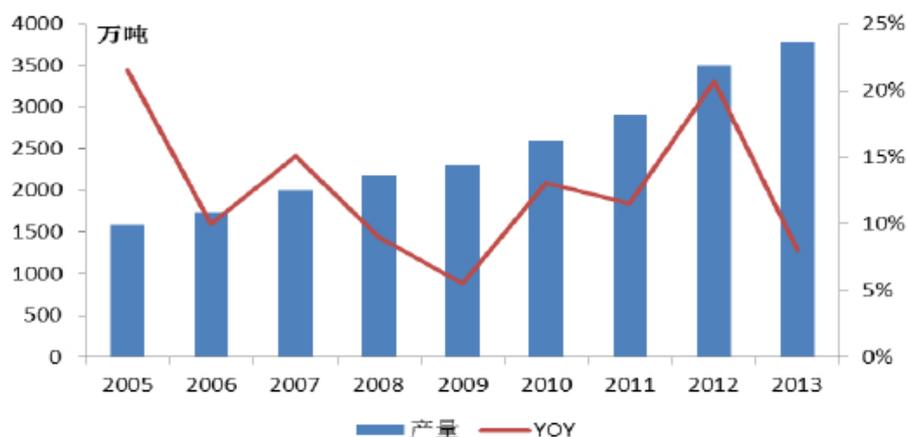
三、运营环境

随着固定资产投资增速下滑，国内钢结构产量增速放缓，但未来仍有较大发展空间

钢结构下游应用分布在工业厂房、高层住宅、公共建筑、桥梁铁路、电力等行业。桥梁钢结构制作及安装工程与下游铁路、公路的桥梁建设有密切关系。桥梁钢结构工程下游市场受宏观经济环境和经济政策影响较大。2013 年我国经济下行压力加大，经济增速放缓，全社会固定资产投资增长有所放缓。

2013 年，全国固定资产投资（不含农户）436,528 亿元，同比名义增长 19.6%，比 2012 年回落 1.1 个百分点。2013 年 12 月从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资 864,646 亿元，同比增长 16.2%，增速比 1-11 月份回落 1.7 个百分点；新开工项目计划总投资 357,815 亿元，同比增长 14.2%，增速回落 0.1 个百分点。从到位资金情况看，2013 年 12 月投资到位资金 480,381 亿元，同比增长 20.1%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点。受固定资产投资、资金到位等放缓影响，2013 年国内钢结构产量增速放缓，其中建筑轻钢结构、桥梁钢结构的下游需求不断萎缩。2013 年中国钢结构产量约为 4000 万吨，同比增速降至 7.5%。

图1 2005-2013年中国钢结构产量情况



资料来源：中国钢结构协会

但随着近几年钢材价格大幅下跌及国内劳动力成本上升，钢结构建筑的综合成本已接近甚至低于钢筋混凝土建筑成本。钢结构在建筑行业的优势越来越明显，未来对传统混凝土建筑的替代会加速，低成本的优势有助于钢构桥梁业的发展。

国内钢结构企业增长较快，行业竞争加剧

近年来，钢结构企业得到了较快发展，目前，从事钢结构制造加工的企业全国已达约1万余家；有固定生产场所并具备一定规模的企业达4,000-5,000家。行业集中度较低，主要原因是行业进入的门槛不是很高，市场竞争的日趋激烈。目前，多高层钢结构技术复杂、施工难度大、门槛相对较高，空间结构主要运用于大型场馆和桥梁等城市公共建设。近几年由于国家基础建设方面的投入使空间钢结构受惠不少。由于桥梁建设一般均为国家或者各地的重点工程，尤其是大跨径桥梁一般均为国家规划内重点工程，甲方对各承建单位的资质及工程经验的要求较高，对桥梁钢结构供应商的投标审核亦较为苛刻，行业主要参与企业主要为大型央企下属企业或者专业民营企业，代表企业分别为中铁山桥、中铁宝桥、中铁九桥、武船重工等大型央企下属企业，以及以中泰桥梁和武桥重工等为代表的民营专业桥梁钢结构工程企业。目前桥梁钢构行业竞争较为激烈，主要是依靠钢构企业生产技术实力以及向下游客户提供较好的付款信用期以保证公司的盈利空间。随着钢结构住宅市场的发展，以及社会对生活品质 and 安全的重视不断加强，该市场的同业竞争会逐步加剧。

四、经营与竞争

受经济环境及甲方付款影响，公司完工工程量有所下降，营业收入下降

公司主要从事桥梁钢结构工程业务，业务范围包括桥梁钢结构的制作、运输、安装，以及相应的技术研究、工艺设计及技术服务，跟踪期内公司主营业务无变化。公司全部收入来源于钢结构工程收入。2012-2013年公司钢结构工程收入及毛利情况如下：

表3 2012-2013年公司营业收入情况（单位：万元）

行业名称	2013年		2012年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
钢结构工程收入	66,550.59	1.74%	76,044.89	16.67%

资料来源：公司审计报告

公司根据项目合同的规定进行钢结构制作及施工，按照工程完工量计算完工百分比，以确认工程业务收入。2013年受经济环境影响，全社会固定资产投资放缓，甲方或总承包方固定资产投资意愿下降明显并对工程的预算严格控制。由于公司承接的桥梁工程进度较多的依赖于回款进度，因甲方或总承包方支付进度减缓造成公司在建项目进度放缓，另外，公司年产8万吨桥梁钢结构生产项目建设，占用部分生产用地，影响公司施工量。在上述因素共同影响下，2013年公司完工量出现下降。公司2013年全年钢构完工量7.28万吨，

较 2012 年下降约 5.5%； 2013 年公司实现营业收入 66,550.59 万元，同比下降 12.49%。但公司在手订单较多，目前公司在手项目约 39 个，涉及总工程量约 26 万吨，公司未来业务量和收入有保障。

跟踪期内行业竞争加剧，同时劳务分包等成本上涨，公司盈利能力下滑，经营压力较大

近年来，我国经济增长压力加大，各级政府对工程的预算控制更加严格，导致桥梁钢结构工程行业竞争加剧，市场竞争主体对工程投标报价降低。公司为了保持市场竞争力以及在行业的活跃度，顺利承揽到大型桥梁钢结构工程，投标价格随之下降，导致 2013 年公司单位工程量收入金额下降。

公司生产主要成本为钢材成本和劳务分包等成本，其中钢材成本占比约为 50%-60%，劳务分包成本占比约为 30%-40%。公司根据工程项目的需求采购原材料，安排组织生产，根据预计单价预结劳务成本，项目完工后双方再核对工作量及单价最终确认劳务成本。

2013 年由于沿海地区劳动力市场对于技术工种的强劲需求，劳动力市场价格上涨。公司外包劳务成本大幅增加，单位工程量劳务成本增长 30%以上。受此影响，公司生产成本增长。

表4 2012-2013年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

分类	2013 年金额	2012 年金额
材料成本	36,266.35	39,670.05
分包劳务成本	24,648.41	19,492.48
工程间接费用	4,479.02	4,209.12
合计	65,393.78	63,371.65

资料来源：公司提供

双向挤压，2013 年公司钢构毛利显著下降，利润空间大幅缩窄。2013 年公司毛利额为 1,156.81 万元，较 2012 年的 12,673.24 万元大幅下降。同时，公司运营资本持续投入，有息负债规模的增加，财务费用增长。综合影响下，2013 年公司营业利润亏损 8,675.09 万元，公司盈利能力大幅下降，当前环境下公司经营压力加大。

原材料采购方面，公司在工程项目投标前向钢材供应商询价，公司依据钢材价格，加上自身设计、制造、运输、安装和施工成本，并考虑公司合理的利润空间后进行投标，项目中标后及时与钢材供应商签订钢材供应合同，虽然公司通过与供应商签订采购合同，锁定钢材价格，但由于从桥梁钢结构工程项目投标至钢材采购存在一定的周期，考虑到钢材价格波动较大，如果在上述周期内钢材价格大幅波动，将会加大公司对工程成本的控制和

管理难度，影响公司经营业绩。

2013 年度公司新接订单较多，但受行业环境影响，公司新接合同工程量有所下降；若固定资产投资持续放缓，则公司将面临一定的订单不足，业务下滑的风险

2013 年公司新接订单较多，涉及合同总工程量为 88,930 吨。但跟踪期内，甲方投资意愿下降，钢构行业竞争加剧，新接订单总工程量较 2012 年的 114,096 吨有明显下降。考虑到桥梁钢构的建设周期较长，短期内的订单下滑对公司业务影响不大。但若经济长期低迷，固定资产投资持续放缓，则公司将面临一定的订单不足，业务下滑的风险。

表5 2012-2013年度公司新接合同订单情况（单位：吨）

年度	项目名称	总工程量
2013 年度	苏州中环快速化工程高新区段（312 国道玉山路南）二标段工程	6,238
	中交四公局岱山东路大跨度梁式桥钢箱梁制作、安装工程	1,538
	珠海横琴二桥主桥钢结构制造安装施工工程	24,556
	成都市天府新区三纵一横重大基础设施建设项目正公路工程	4,959
	湖南省株洲枫溪大桥钢结构制造分包工程	5,257
	苏州中环快速化工程高新区段（西塘河~312 国道）四标段	1,340
	苏州中环快速化工程高新区段（西塘河~312 国道）五标段	2,421
	贵州省毕节至都格高速公路抵母河特大桥钢桁梁制作	9,951
	中化泉州钢栈桥制作运输工程	525
	丹阳人民桥钢结构制作与安装工程	3,687
	芜湖长江公路二桥南岸主墩钢套箱厂内制作、防腐、涂装、整体运输施工工程	1,000
	金东桥加劲钢桁梁制造安装工程	5,433
	东风大道快速化改造工程（一期）钢箱梁制作安装工程	22,025
	年度合计	88,930
2012 年度	天津生态城中部片区经六路跨蓟运河故道桥梁钢箱梁工程	3,552
	杭州市沿江公路运河二通道桥主桥钢拱制作及主桥现场施工工程	6,372
	苏州斜港大桥 XF-II-XJ 标项目	28,855
	涡河三桥钢塔定作、安装工程	2,200
	南通钢栈桥制作运输工程	10,400
	郑州市三环路快速化工程 BT 项目	4,879
	嘉闵高架路南延伸新建工程 JMN1-3 标	3,273
	罗文大桥主桥钢结构制造工程	6,002
	嘉闵高架 JMB1-4 标钢箱梁工程	2,200
	广西梧州西江四桥	18,364
	东营市东三路河工程北外环桥钢结构制作工程	4,511
	其他低于 2000 吨项目小计	13,513
	印度德里大桥安装	9,975

年度合计
114,096

资料来源：公司年报

公司承建桥梁钢构属于基础设施工程，往往为国家级或省级重点工程，总包方一般为建设实力较强的建筑企业，项目的工程规模较大，因此公司从业特点决定了主要客户相对集中，2013年公司前五大客户销售收入占公司销售收入的84.65%。公司面临一定的客户集中风险，公司收入及回款状况易受特定客户经营情况及支付政策影响。

表6 2013年公司前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售额	占年度销售总额比例
中国交通建设股份有限公司	30,938.91	46.49%
中国中铁股份有限公司	12,237.39	18.39%
Gammon-ConstutoraCidade-Tensacciai	5,316.74	7.99%
中国铁建股份有限公司	4,854.70	7.29%
中国水利水电第三工程局有限公司	2,986.38	4.49%
合计	56,334.12	84.65%

资料来源：公司年报

公司产能规模较大，在资质和技术研发方面有一定的优势；但面临产能利用不足的风险

跟踪期内，公司加大对产能扩建募投项目建设，截至2014年3月底，年产8万吨桥梁钢结构生产项目已经建成并投产，通过该项目公司新增了多功能加工中心、杆件制作流水线、总拼装生产线等生产线。目前公司桥梁钢构产能增至12万吨/年，产品质量得到保证，生产周期将明显加快，能满足各种生产需求和临时大规模作业的需要，装备已达到国内先进水平。但考虑到当前行业环境不佳，公司新增产能面临产能利用不足的风险。

公司拥有《钢结构工程专业承包壹级资质证书》（证书编号：B1084032128201）、《中国钢结构制造企业资质证书（特级）》（证书编号：T-051SN：20101020007）；同时公司拥有对于跨河、跨海桥梁钢结构工程运输环节至关重要的长江岸线及码头资源，岸线长近900米，并获得《中华人民共和国水路运输许可证》、《内河船舶适航证书》。公司拥有的岸线资源有助于公司桥梁钢结构工程业务在具有通航条件的整个长江干流水道开展业务，为公司业务拓展至海外奠定坚实的基础。

同时公司重视科技创新与新产品的研发投入，2013年以来公司申请专利8项，获得自主知识产权6项，目前公司共有专利44项，公司2013年被认定为无锡市企业设计中心，并获江苏省名牌产品称号，泰州长江大桥和崇启大桥被评为“省优质工程”。2013年公司技术研发费用4,157.54万元，占营业收入的6.25%。

行业环境影响以及承建项目建设导致公司运营资本投入增加，未来经营面临一定的资金压力

公司承接的桥梁工程一般均为大型桥梁钢结构工程，属于国家级或各省市的重点工程，投资规模较大，建设周期较长。采购方面，生产主要成本为钢材成本和劳务分包等成本。钢材根据工程进度分批采购、劳务分包费用按月支付。甲方/总包方工程款支付方面，公司采购材料入库验收后，甲方/总包方向公司支付 10%-30% 的材料款，然后根据合同约定工程进度，向公司支付工程款。公司业务特点决定了其对运营资本投入需求较大，随着公司承接建设的项目增加，公司运营资本需求逐年增长。

2013 年，政府财政预算紧张，政府固定资产投资意愿下降明显并对工程的预算严格控制，公司预收款项大幅减少。

总体来看，当前经济环境不佳，承建项目工期延长，同时为了维持一定的利润水平，公司垫资规模有所增长。同时随着公司承建项目规模增加，相应运营资金投入规模增加，承建项目使公司面临一定的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年的审计报告，财务报表均按照新会计准则编制。2013 年度公司合并报表范围无变化。

财务分析

资产结构与质量

公司资产增长较快，且以流动资产为主，整体资产质量一般

跟踪期内，受业务规模下降影响，公司总资产规模下降。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模 165,914.92 万元，其中流动资产占 68.93%。主要有货币资金、应收账款和存货构成。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 19,150.94 万元，其中 8,717.59 万元作为保证金质押，流动性受限。应收账款主要包括工程进度款、竣工决算款及工程质保金等，随着在建工程量的增加，公司应收账款规模逐渐扩大。2013 年甲方付款放缓，导致账龄结

构显著变化。其中一年以内的应收账款占 44.51%，一至二年的应收账款占 35.99%，两年以上账龄的应收账款较 2012 年显著增长。两年以上的而应收账款期限较长，回收风险较大。从应收对象来看，主要是应收江苏东方重工有限公司、中交二公局杭新景高速公路延伸线（之江桥）工程第 1 施工项目部等，公司前五名应收账款对象占应收账款的 31.94%，应收对象较为集中。公司存货主要是工程施工和原材料。跟踪期内，甲方付款延迟，公司项目进程放缓，原料采购和工程施工规模下降。目前钢材处于历史低位，公司存货跌价风险较小。

非流动资产主要为生产施工设备和构筑物等固定资产。2013 年固定资产增长，主要是年产 8 万吨桥梁钢结构项目部分转入固定资产所致。截至 2013 年底在建工程主要为年产 8 万吨桥梁钢结构项目和技术研发中心项目。

总体来看，受业务下滑影响，公司资产规模下降，以流动资产为主，整体资产质量一般。

表7 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	114,361.69	68.93%	148,648.97	83.48%
货币资金	19,150.94	11.54%	39,608.55	22.24%
应收账款	26,496.79	15.97%	30,196.98	16.96%
存货	58,729.54	35.40%	64,898.00	36.45%
非流动资产合计	51,553.23	31.07%	29,415.73	16.52%
固定资产	31,035.14	18.71%	19,937.08	11.20%
在建工程	4,297.46	2.59%	4,691.69	2.63%
资产总计	165,914.92	100.00%	178,064.69	100.00%

资料来源：公司审计报告

运营效率

跟踪期内，受行业环境影响，公司业务规模下降，资产运营效率显著降低

随着公司业务规模缩小，公司应收账款周转天数和存货周转天数有所延长。由于建设项目工程进度放缓，公司原材料采购应付款规模缩减较为明显，导致应付账款周转时间缩短。综合影响下，公司净营业周期延长。公司流动资产以应收账款和存货等为主，受业务规模缩减，运营资产效率下降等影响，流动资产周转天数延长。固定资产运营效率方面，跟踪期内在建工程转入固定资产，固定资产规模增加，且收入规模下降，固定资产运营天

数延长。综合影响下，公司总资产运营天数延长。总体来看，受行业环境及甲方付款等因素影响，公司业务规模下降，资产运营效率显著降低。

表8 近两年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	153.34	116.56
存货周转天数	340.29	304.33
应付账款周转天数	106.60	154.19
净营业周期	387.03	266.69
流动资产周转天数	711.37	559.84
固定资产转天数	137.87	91.06
总资产周转天数	930.36	688.97

盈利能力

跟踪期内，经营环境恶化对公司影响较大，导致公司亏损，盈利能力显著下降

跟踪期内，受经济环境影响，公司工程完工量和收入下降，2013年公司实现营业收入66,550.59万元。由于桥梁钢构行业竞争日趋激烈，公司投标价格有所下降，同时，劳务分包成本提高，导致公司毛利率显著下滑，盈利能力下降。

期间费用方面，管理费用规模基本稳定，但财务费用3,402.90万元，同比增长288.88%，主要是跟踪期内企业债券利息增加、利息支出增加以及票据贴现息增加所致。2013年公司期间费用率显著提高。

受盈利能力下滑和期间费用率提高影响，2013年公司营业利润亏损8,675.09万元，净利润亏损6,230.15万元。总体来看，经营环境恶化对公司影响较大，同时财务费用增加导致公司负担加重，2013年公司亏损，盈利能力显著下降。

表9 2012-2013年公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
营业收入	66,550.59	76,044.89
营业利润	-8,675.09	5,105.63
利润总额	-8,580.96	5,348.75
净利润	-6,230.15	4,524.74
综合毛利率	1.74%	16.67%
期间费用率	12.28%	7.23%
总资产回报率	-2.54%	4.98%

资料来源：公司审计报告

现金流

受经营环境影响，公司现金生成能力显著下降。公司项目建设仍需要较大的资金投入，面临一定资金的压力

跟踪期内，公司盈利能力显著下滑。2013 年净利润亏损 6,230.15 万元。受此影响，公司经营所得现金（FFO）显著下降。跟踪期内，甲方付款意愿下降，预收款项大幅减少，运营资本仍表现为资金净投入 6,410.24 万元。2013 年公司经营活动现金净流出 10,014.75 万元。公司项目建设仍需要较大的资金投入，面临一定资金的压力。

公司投资活动主要是用于购建固定资产投资资金流出。2013 年底公司在建项目主要为“年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目”，该项目为公司上市募集资金项目。总投资 31,522.76 万元，截至 2013 年底完成投资 18,619.07 万元，截至 2014 年 3 月底，该项目已经完成。

筹资活动方面，主要为公司取得和偿还银行借款发生的现金流。随着资金需求的不断增加，公司对筹资活动现金依赖较大，若公司经营状况极度恶化，资金补充的连续性受到影响，有一定的潜在风险。

总体来看，受经营环境影响，公司现金生成能力显著下降。公司项目建设仍需要较大的资金投入，面临一定资金的压力。

表10 2012-2013年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	-6,230.15	4,524.74
非付现费用	3,628.34	3,668.51
非经营损益	597.30	594.97
FFO	-2,004.51	8,788.22
营运资本变化	-6,410.24	-51,626.29
其中：存货减少（减：增加）	6,168.47	-22,652.71
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,548.67	-20,123.35
经营性应付项目增加（减：减少）	-11,030.04	-8,850.23
经营活动现金流量净额	-10,014.75	-42,856.17
投资活动的现金流量净额	-10,047.99	-6,729.65
筹资活动产生的现金流量净额	-1,887.72	66,117.90
现金及现金等价物净增加额	-21,960.49	16,570.15

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债率提高，刚性负债规模较大，有一定的刚性偿债压力，公司短期偿债能力下降

截至 2013 年 12 月 31 日，公司所有者权益合计 62,539.44 万元，因 2013 年度公司亏损，所有者权益较 2012 年下降。负债方面，因公司业务规模下降，负债规模有所降低。截至 2013 年公司负债合计 103,375.48 万元，其中流动负债占 70.04%，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。

截至 2013 年底，公司短期借款余额 26,746.07 万元，其中信用借款占 80%以上。应付票据和应付账款主要是用于支付供应商的材料款和劳务款。2013 年公司资金压力加大，通过票据结算的采购方式比例增加，导致应付票据规模上升。截至 2013 年 12 月 31 日，公司应付票据余额为 23,739.86 万元。预收款项主要为预收客户的工程预付款，2013 年甲方付款意愿下降，预收款项规模显著下降。

非流动负债主要由应付债券和长期借款构成，公司于 2012 年 10 月 15 日公开发行 2.5 亿元公司债券，截至 2013 年 12 月 31 日账面余额为 24,752.18 万元。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司刚性负债（短期借款、应付票据、长期借款和应付债券）规模合计 81,238.11 万元，占负债总额的 78.59%，规模较大，有一定的短期刚性偿债压力。总体来看，公司刚性负债规模较大，有一定的刚性偿债压力。

表11 2012-2013年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	72,400.52	70.04%	83,035.34	76.85%
短期借款	26,746.07	25.87%	29,700.00	27.49%
应付票据	23,739.86	22.96%	22,221.65	20.57%
应付账款	19,059.31	18.44%	19,669.51	18.20%
预收款项	1,090.44	1.05%	10,089.41	9.34%
非流动负债合计	30,974.96	29.96%	25,013.14	23.15%
应付债券	24,752.18	23.94%	24,692.14	22.85%
长期借款	6,000.00	5.80%	-	0.00%
负债合计	103,375.48	100.00%	108,048.48	100.00%

资料来源：公司审计报告

从主要偿债指标来看，近年来公司资产负债率一直处于较高水平，符合桥梁钢结构工程企业特点。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 62.31%，公司业务规模下降，

流动资产和流动负债有不同程度的降低，流动比率和速动比率分别为 1.58 和 0.77。2013 年度公司亏损，EBITDA 为-2,041.78 万元，短期偿债能力下降。

表12 2012-2013年主要偿债指标情况

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	62.31%	60.68%
流动比率	1.58	1.79
速动比率	0.77	1.01
EBITDA（万元）	-2,041.78	9,565.14
EBITDA 利息保障倍数	-	5.05

资料来源：公司审计报告

六、评级结论

2013年我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增长放缓，政府固定资产投资意愿下降明显并对工程的预算严格控制，桥梁钢结构工程行业竞争加剧；公司承接的桥梁工程进度较多依赖于回款进度，因甲方或总承包方支付进度减缓及募投项目的建设占用部分生产用地，导致跟踪期内公司完工量出现下降，收入规模随之下降。另外，由于政府财政预算紧张，桥梁钢构行业竞争激烈，公司近年来公司投标价格不高。2013年由于沿海地区劳动力市场对于技术工种的强劲需求，公司外包劳务的单位人工成本大幅增加。受此影响，公司2013年度毛利率显著下滑，公司亏损，盈利能力明显下降。对此，公司发挥其生产技术等方面的优势，年产8万吨桥梁钢构项目于2014年3月份完工投产，一方面可以提供公司生产能力，一方面先进技术增强产品质量和公司产品的竞争力。

目前，公司经营状况受行业环境影响较大，盈利能力降低。同时，桥梁项目建设对资金有一定的需求，公司项目建设仍需要较大的资金投入，面临一定资金的压力。跟踪期内，公司资产负债率有所提高，短期偿债能力下降。

基于上述情况，鹏元下调公司主体长期信用等级为AA-，下调本期债券信用等级AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	19,150.94	39,608.55	21,880.33
应收票据	826.20	261.11	711.16
应收账款	26,496.79	30,196.98	19,044.52
预付款项	2,973.38	10,557.95	3,126.05
其他应收款	6,184.84	3,126.37	858.26
存货	58,729.54	64,898.00	42,245.29
流动资产合计	114,361.69	148,648.97	87,865.61
长期应收款	7,653.70		
固定资产	31,035.14	19,937.08	18,533.99
在建工程	4,297.46	4,691.69	1,754.36
无形资产	5,472.35	4,258.92	4,329.53
长期待摊费用	50.03		
递延所得税资产	3,044.55	528.03	522.44
非流动资产合计	51,553.23	29,415.73	25,140.32
资产总计	165,914.92	178,064.69	113,005.93
短期借款	26,746.07	29,700.00	19,945.70
应付票据	23,739.86	22,221.65	14,421.75
应付账款	19,059.31	19,669.51	34,616.09
预收款项	1,090.44	10,089.41	11,812.38
应付职工薪酬	99.24	92.28	104.08
应交税费	-1,211.24	-745.41	704.79
应付利息	441.57	368.98	
其他应付款	2,435.27	1,638.93	817.57
流动负债合计	72,400.52	83,035.34	82,422.37
长期借款	6,000.00		
应付债券	24,752.18	24,692.14	
预计负债			77.80
递延所得税负债	6.77		
其他非流动负债	216.00	321.00	150.00
非流动负债合计	30,974.96	25,013.14	227.80
负债合计	103,375.48	108,048.48	82,650.17
实收资本(或股本)	31,100.00	15,550.00	11,650.00
资本公积金	18,444.34	33,994.34	1,708.21
盈余公积金	2,207.91	2,207.91	1,680.17

未分配利润	7,127.50	14,653.04	11,743.65
外币报表折算差额	-2.81	-0.19	
归属于母公司所有者权益合计	58,876.94	66,405.10	26,782.03
少数股东权益	3,662.50	3,611.12	3,573.73
所有者权益合计	62,539.44	70,016.21	30,355.76
负债和所有者权益	165,914.92	178,064.69	113,005.93

附录二 合并利润表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
营业总收入	66,550.59	76,044.89	91,435.35
营业收入	66,550.59	76,044.89	91,435.35
营业总成本	75,225.68	70,936.28	81,627.34
营业成本	65,393.78	63,371.65	76,370.07
营业税金及附加	362.95	721.84	992.58
销售费用	420.84	269.02	231.63
管理费用	4,347.93	4,351.71	2,637.36
财务费用	3,402.90	875.05	882.57
资产减值损失	1,297.29	1,347.03	513.14
加：投资净收益		-2.98	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		-2.98	
营业利润	-8,675.09	5,105.63	9,808.00
加：营业外收入	228.20	255.09	36.49
减：营业外支出	134.07	11.97	96.41
其中：非流动资产处置净损失	133.58	7.23	8.10
利润总额	-8,580.96	5,348.75	9,748.09
减：所得税	-2,350.81	824.02	2,369.08
净利润	-6,230.15	4,524.74	7,379.00

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	62,332.65	49,675.16	64,679.45
收到的税费返还		10.28	
收到其他与经营活动有关的现金	107.25	417.58	1,457.87
经营活动现金流入小计	62,439.89	50,103.03	66,137.32
购买商品、接受劳务支付的现金	62,170.66	84,817.18	61,764.80
支付给职工以及为职工支付的现金	2,649.88	2,098.39	1,648.15
支付的各项税费	1,938.50	2,555.01	5,081.36
支付其他与经营活动有关的现金	5,695.61	3,488.61	1,203.14
经营活动现金流出小计	72,454.64	92,959.20	69,697.45
经营活动产生的现金流量净额	-10,014.75	-42,856.17	-3,560.13
投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	49.82	20.22	3.00
收到其他与投资活动有关的现金	937.54	1,103.03	224.76
投资活动现金流入小计	987.37	1,123.26	227.76
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,035.36	7,849.93	4,180.34
投资支付的现金		2.98	
投资活动现金流出小计	11,035.36	7,852.90	4,180.34
投资活动产生的现金流量净额	-10,047.99	-6,729.65	-3,952.57
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		36,186.13	
取得借款收到的现金	71,096.07	46,350.00	27,395.70
收到其他与筹资活动有关的现金	97.13		2,008.33
发行债券收到的现金		24,680.00	
筹资活动现金流入小计	71,193.20	107,216.13	29,404.03
偿还债务支付的现金	68,050.00	36,595.70	12,450.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,964.29	3,297.83	3,201.63
支付其他与筹资活动有关的现金	66.63	1,204.70	76.17
筹资活动现金流出小计	73,080.92	41,098.23	15,727.80
筹资活动产生的现金流量净额	-1,887.72	66,117.90	13,676.23
汇率变动对现金的影响	-10.03	38.06	-6.65
现金及现金等价物净增加额	-21,960.49	16,570.15	6,156.87
期初现金及现金等价物余额	30,793.83	14,223.69	8,066.82
期末现金及现金等价物余额	8,833.35	30,793.83	14,223.69

附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	-6,230.15	4,524.74	7,379.00
加：资产减值准备	1,297.29	1,347.03	513.14
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,206.58	2,219.09	1,997.45
无形资产摊销	114.46	102.39	97.54
长期待摊费用摊销	10.01		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	117.63	-1.28	8.10
财务费用	2,989.42	796.02	729.69
投资损失		2.98	
递延所得税资产减少	-2,516.52	-202.75	-186.38
递延所得税负债增加	6.77		
存货的减少	6,168.47	-22,652.71	-15,142.94
经营性应收项目的减少	-1,548.67	-20,123.35	1,523.87
经营性应付项目的增加	-11,030.04	-8,850.23	-479.59
其他	-1,600.00		
经营活动产生的现金流量净额	-10,014.75	-42,856.17	-3,560.13
现金的期末余额	8,833.35	30,793.83	14,223.69
减：现金的期初余额	30,793.83	14,223.69	8,066.82
现金及现金等价物净增加额	-21,960.49	16,570.15	6,156.87

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收账款后的资产负债率	$(\text{总负债} - \text{预收账款}) / (\text{总资产} - \text{预收账款}) \times 100\%$
	产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。