

新疆交通建设集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020) 101409】

评级对象: 新疆交通建设集团股份有限公司可转换公司债券(简称“交建转债”)

交建转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年11月12日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年10月15日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	12.85	15.84	13.93	18.44
刚性债务	21.71	26.91	26.20	28.72
所有者权益	13.92	21.56	23.29	23.92
经营性现金净流入量	-8.06	1.64	0.69	8.53
合并口径数据及指标:				
总资产	89.69	101.35	109.96	120.73
总负债	73.97	76.36	82.89	89.72
刚性债务	25.41	29.74	44.29	51.21
所有者权益	15.73	24.99	27.07	31.01
营业收入	71.24	53.51	59.51	18.72
净利润	2.63	3.65	1.84	1.00
经营性现金净流入量	-12.73	-3.37	-16.08	0.68
EBITDA	4.49	6.16	4.33	—
资产负债率[%]	82.47	75.35	75.38	74.31
权益资本与刚性债务 比率[%]	61.88	84.02	61.11	60.55
流动比率[%]	122.45	116.16	132.95	141.82
现金比率[%]	28.03	27.56	30.06	38.19
利息保障倍数[倍]	3.83	3.30	2.27	—
净资产收益率[%]	18.17	17.91	7.08	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-29.49	-5.14	-25.98	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-27.31	-4.68	-19.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.33	3.64	2.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.22	0.12	—

注:根据新疆交建经审计的2017~2019年度及未经审计的2020年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

王云霄 wyx@shxsj.com
宋轶瑶 syy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对新疆交通建设集团股份有限公司(简称“新疆交建”、“发行人”、“该公司”或“公司”)可转换公司债券的跟踪评级反映了2019年以来新疆交建在政策支持、技术实力和业务经验等方面保持的优势,同时也反映了公司在业务波动、资金回笼、成本管控和海外业务拓展等方面面临的压力和风险。

主要优势:

- **国家政策支持。**随着国家“一带一路”战略持续推进,国家对新疆地区的支持力度较大。新疆交建业务集中于新疆自治区内,西部大开发为公司提供了良好的发展空间。
- **施工资质较高。**新疆交建为新疆国资委控股的基建企业,拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程总承包一级等资质,是新疆仅有的两家具具有公路工程施工总承包特级资质的企业之一。
- **新疆地区路桥施工经验丰富。**新疆地区地质、气候复杂。新疆交建在高寒、高温、风沙、沙漠土软基、环保等方面积累了丰富的施工经验,具有一定竞争优势。

主要风险:

- **业务波动性大。**新疆交建所承接工程主要在新疆自治区,受当地投资规划和政策变化影响大,所承接项目易出现暂停、取消及复工后赶工等情形,对公司未来盈利稳定性产生不利影响。
- **资金回笼压力大。**新疆交建大量资金沉淀于存货和应收账款,且政府授权投资的业主单位付款受财政影响大,存在一定拖欠问题。截至2020年6月末,和田地区“建养一体化”项目仍有8.24亿元工程款未收回。
- **成本管控压力。**新疆交建所签署的施工项目工

期一般长达三年，虽然签署合同中约定了材料调差费用，但钢铁、水泥和沥青等原材料价格的大幅波动仍会给公司成本控制带来一定压力。

- **海外业务风险。**新疆交建为拓展业务布局海外市场，项目施工易受当地政治经济及商业环境影响，2019年以来公司海外项目出现大额亏损，对公司盈利造成不利影响。
- **疫情因素影响。**2020年新冠肺炎疫情爆发期间，新疆交建大宗商品采购、物流和人员流动受到一定影响，需关注国内外疫情发展对公司业务开展的影响。
- **债务杠杆水平高企。**2017年以来，新疆交建刚性债务规模持续扩张。随着公司PPP项目的推进，其债务杠杆水平可能进一步上升。
- **经营业绩承压。**新疆交建上市后盈利波动较大，经营业绩承压，或对公司正股价格及本次可转债的收益产生不利影响。

➤ 未来展望

通过对新疆交建及其发行的交建转债主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持本次债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



新疆交通建设集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照交建转债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新疆交建提供的经审计的 2019 年度财务报表、未经审计的 2020 年上半年度财务报表及相关经营数据，对新疆交建的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2020]1718 号文，该公司于 2020 年 10 月公开发行面值总额为 8.50 亿元人民币的可转换公司债券，期限为 6 年，该可转换公司债券自 2021 年 3 月 22 日起可转换为公司 A 股股份，当前转换价格为人民币 18.57 元/股。

截至 2020 年 10 月末，该公司待偿还债券本金为 8.50 亿元，公司待偿还债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 公司待偿还债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	当前利率 (%)	起息时间	到期时间
交建转债	8.50	6 年	0.40	2020/9/15	2026/9/15

资料来源：新疆交建（截至 2020 年 10 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的态势。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢

复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

我国建筑施工行业景气度与宏观经济变化密切相关。在地方政府债务严监管、房地产市场长效调控机制和去杠杆等政策背景下，近年来我国固定资产投资增速放缓，建筑施工业总产值维持增长，但行业景气度持续承压。2020年初国内新冠肺炎疫情爆发，建筑行业短期内受复工推迟、防疫成本上升等负面影响。未来伴随宏观逆周期调节和基建稳增长等一系列政策发力，基建投资将有所回暖，建筑施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。该公司新疆地区业务收入占比高，新疆地区当地经济发展水平、财政实力及公路投资规模等对公司业务经营具有重要影响。

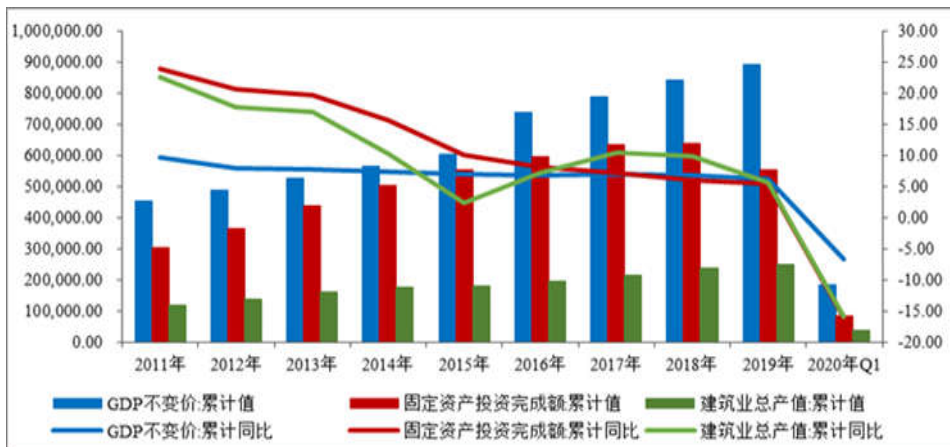
A. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来，伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，未来仍将长期处于低速增长态势。2019年，全国实现国内生产总值89.16万亿元，固定资产投资累计完成55.15万亿元¹，分别同比增长6.1%和5.4%，增速均较上年下降0.5个百分点。同年，建筑施工业完成总产值24.84万亿元，同比增长5.68%，增速较上年回落4.19个百分点，降至2016年以来最低点。

2020年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫情扩散，相关部门出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知。受疫情影响，2020年第一季度我国GDP同比下降6.8%；同期固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为8.41万亿元和3.59万亿元，分别同比下降16.10%和16.00%。二季度经济增长由负转正，当季国内生产总值同比增长3.2%，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏。2020年上半年度国内生产总值4.57万亿元，同比下降1.6%；同期全国固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为28.16万亿元和10.08万亿元，同比分别下降3.1%和0.76%，降幅比1-3月份分别收窄13个百分点和15.24个百分点。但我国仍面临境外输入病毒风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，建筑企业的防疫成本管控难度将有所增加。

¹ 根据第四次全国经济普查、统计执法检查 and 统计调查制度规定，对2018年固定资产投资数据进行修订，2019年增速按可比口径计算。

图表 2. 2011 年以来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势

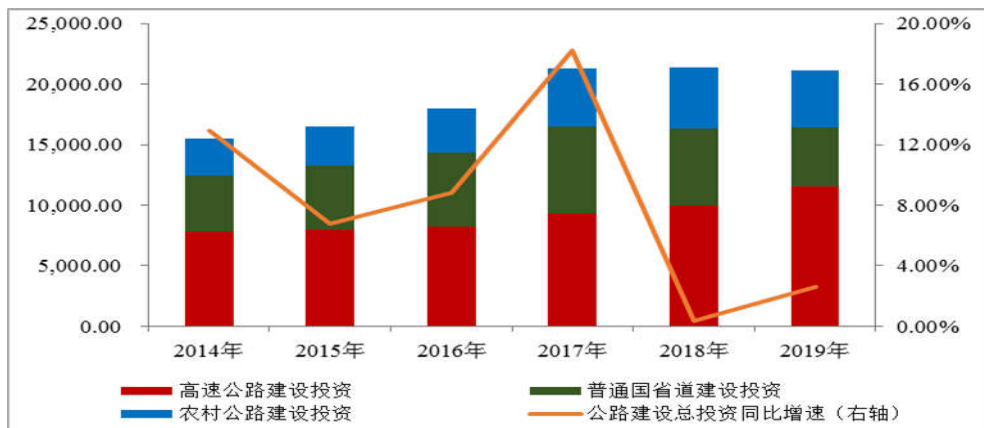


资料来源: Wind (单位: 亿元)

2018 年以来, 国内外经济形势严峻、复杂, 在地方政府债务去杠杆、房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下, 房建和基础设施建设等固定投资意愿降低, 建筑行业景气度亦承压。2017~2019 年, 建筑行业新签合同额分别为 25.47 万亿元、27.29 万亿元和 28.92 万亿元, 新签合同额总体保持增长, 但增速呈下滑态势。2020 年第一季度, 受疫情影响经济停滞, 建筑行业新签合同额同比下降 14.76%。第二季度建筑行业生产经营秩序恢复, 1-6 月建筑行业新签合同额为 12.60 亿元, 较上年同期增长 4.73%。长期来看, 为应对疫情冲击、稳固经济增长, 基建扩容被普遍认为是重要抓手之一, 近期伴随基建托底的一系列政策及规划加快落地, 基建项目投资逐步回暖, 基础设施建筑施工企业发展前景仍然稳固。

公路建设

图表 3. 近年来我国公路建设投资完成额及增速变动情况



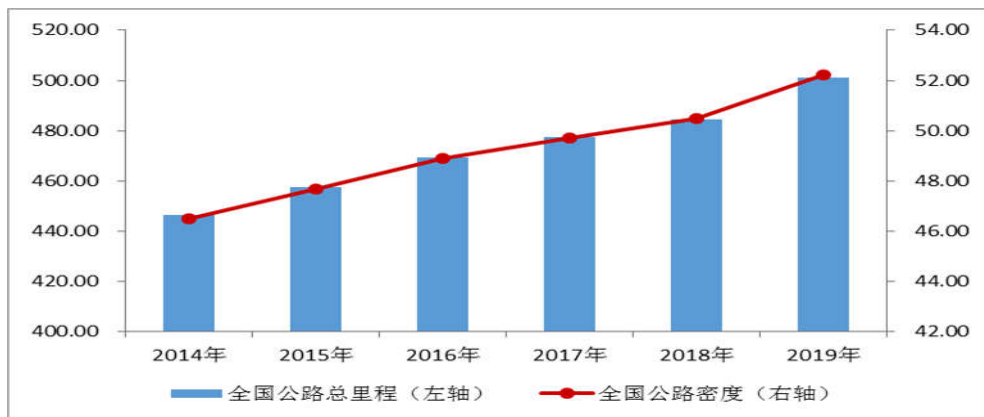
资料来源: 交通运输部 (单位: 亿元)

公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分, 具有高效、安全以及灵活等特点, 对我国经济长远发展具有重要意义。近年来, 我国不断增加对公路建设的投资, 公路建设完成投资额由 2015 年的 1.65 万亿元增长至 2017 年的 2.13 万亿元。继 2016~2017 年大力度投资 (2016~2017 年合计投资额占“十三五”公路规划投资 7.80 万亿的 50%), 2018 年公路建设投资较上年度基本持平, 但

投资增速断崖式下跌，一方面受国内公路大规模路网建设市场收窄影响，另一方面受去杠杆导致地方政府配套资金不足影响。2019 年加大“基建补短板”力度，公路建设投资同比增长 2.6%至 2.19 万亿元，增速小幅回升。2020 年 1~6 月，我国公路建设完成投资额 10,147.99 亿元，同比增长 6.8%。其中东部地区累计完成投资 3,717.55 亿元，同比增长 11.0%；中部地区累计完成投资 1,874.99 亿元，同比下降 2.6%；西部地区累计完成投资 4,555.45 亿元，同比增长 7.8%。

从各细分领域来看，我国高速公路每年投资建设金额占公路投资建设总金额的比例在 45%左右，普通国道、省道投资建设金额占比分别约为 30%和 25%。2019 年，高速公路、普通国省道和农村公路分别完成投资 11,504 亿元、4,924 亿元和 4,663 亿元，分别较上年同比增长 15.4%、-10.3%和-6.5%。公路投资细分领域景气度分化持续扩大，其中高速公路建设持续、高速推进，普通国省道投资下滑严重。

图表 4. 近年来我国公路总里程及路网密度情况



资料来源：交通运输部（单位：万公里、公里/百平方公里）

伴随我国公路建设投资的增长，公路总里程数和养护里程数亦不断上升。2019 年末，我国公路总里程为 501.25 万公里，较上年增加 16.60 万公里；公路密度为 52.21 公里/百平方公里，较上年增加 1.73 公里/百平方公里。按技术等级来看，年末我国四级及以上等级公路里程 469.87 万公里，占公路总里程的 93.7%；其中二级及以上等级公路里程 67.20 万公里、高速公路里程 14.96 万公里。2019 年末，我国公路养护里程为 495.31 万公里，较上年末增加 19.53 万公里；养护里程占公路总里程的 98.8%，较上年末提高 0.6 个百分点。全国公路运量逐年增长，同时低等级公路占比高，未来公路养护市场空间较大。

《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出至 2020 年，我国公路通车里程达到 500 万公里，高速公路建成里程达到 15 万公里，2019 年末上述指标已基本完成。2019 年 9 月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，提出到 2020 年，完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务；从 2021 年到本世纪中叶，分两个阶段推进交通强国建设；到 2035 年，基本建成交通强国。交通强国建设纲要中强调强化西部地区补短板，推进东北地区提质改造，推动中部地区大通道大枢纽建设，加速东部地区优化升级。2020 年全国交通运输工作会议中提出，

全年计划完成公路、水路建设 1.8 万亿元左右。2020 年公路建设，一方面将继续加快公路网骨干线路建设，包括对支撑国家重大战略具有重要意义的地方高速公路建设；另一方面是推进百万公里农村公路建设。

政府和社会资本合作机制

2014 年以来国家陆续出台政策文件大力推广政府和社会资本合作，即 PPP 模式。随后 PPP 进入了爆发式增长阶段，继 2017 年底财政部出台文件规范、清理 PPP 项目后，我国 PPP 发展进入了由重速度和数量转为重质量的规范化发展阶段。根据财政部建立的 PPP 综合信息平台显示，截至 2020 年 6 月末，按照要求审核纳入 PPP 综合信息平台项目库的项目共计 12,849 个，总投资额 18.5 万亿元，其中管理库项目数 9,626 个项目，投资额 14.8 万亿元；储备库合计 3,223 个项目，投资额 3.7 万亿元。管理库落地项目共 6,546 个，总投资额达 10.3 万亿元，落地率为 68.0%；已开工项目 3,927 个，投资额 5.9 万亿元，开工率 60.0%。

截至 2020 年 6 月末，从管理库入库项目的行业分布来看，累计在库项目投资额前五位是交通运输 4.8 万亿元、市政工程 4.3 万亿元、城镇综合开发 1.9 万亿元、生态建设和环境保护 1.0 万亿元、旅游 4,769 亿元；从区域分布看，累计在库项目投资额前五位是云南 1.3 万亿元、贵州 1.2 万亿元、河南 1.0 万亿元、四川 1.0 万亿元、浙江 9,858 亿元。从财政承受能力情况看，全国 2,624 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,605 个行政区 PPP 项目合同期内各年度财政承受能力指标值均在 10%红线以下。其中 1,911 个行政区财承占比低于 7%预警线，1,442 个行政区低于 5%。有 19 个行政区超 10%，这些行政区已停止新项目入库。

新冠肺炎疫情爆发后，各地公布了大规模的基建投资计划，2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议指出，要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。上述指导意见、投资计划的实施将增加 2020 年财政支出压力，而以 PPP 模式运作的基建投资项目，可缓解财政资金的平衡压力。在此背景下，PPP 项目落地推动的固定投资得到保持，相关建筑施工企业市场前景向好。2020 年上半年，“两新一重”项目新入库 378 个，投资额 6,687 亿元，占全部新入库项目的 84.3%；签约落地项目 192 个、投资额 4,241 亿元；开工建设项目 191 个、投资额 2,598 亿元。

政策环境

2017 年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。2018 年初，住房和城乡建设部（简称“住建部”）针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2019 年 3 月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革

的实施意见》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。2019年12月，住房和城乡建设部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

为防范在推进PPP项目中存在超出自身财力、固化政府支出责任和泛化运用范围等问题，国家相关部门陆续出台政策禁止政府方向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，或由政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。2019年3月，财政部印发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》【财金[2019]10号】，明确财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目；新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排PPP项目运营补贴支出。2020年2月，财政部办公厅印发污水处理和垃圾处理领域PPP项目合同示范文本，以推动相关领域PPP项目规范运作；3月，财政部印发《政府和社会资本合作（PPP）项目绩效管理操作指引》，为开展PPP项目全生命周期绩效管理提供明确要求，对PPP项目提质增效、维护合作方合法权益提供了制度保障。

为稳定经济增长，促进基建投资，2019年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5月6日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元的基础上，再提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设5G网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至2019年末，全国共有建筑业企业103,814个，同比增长8.82%。其中，国有及国有控股建筑业企业6,927个，较年初增加47个，占建筑业企业总数的6.67%。同年末，建筑业从业人数5,427.37万人，同比下降2.44%。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。

图表 5. 建筑施工行业概况

指标	单位	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
企业数量	家	80,911	83,017	88,059	95,400	103,814
从业人数	万人	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37

数据来源：国家统计局、Wind

我国公路建设市场竞争激烈，从市场参与者来看，主要分为大型建筑企业集团、各省市自治区从事公路施工的国有企业和以中小型为主的民营施工企业。在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中国交通建设股份有限公司、中国建筑工程总公司、中国铁建股份有限公司和中国中铁股份有限公司等为代表的中央国有建设集团抓住快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。各省、直辖市和自治区国资委下设的专业国有或股份制路桥施工企业，依赖良好的地方公共关系，近年来在全国交通“补短板”的形势下亦形成了一定规模优势和丰富的施工经验，在其核心市场区域具有竞争优势。

风险关注

➤ 财务杠杆水平较高

建筑施工业为资金密集型行业，行业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大，建筑施工企业杠杆水平较高，债务负担较重，且以短期信贷为主。

建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。2018 年以来，在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资渠道受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步增加。

➤ 行业盈利水平低，成本控制难度上升

除部分特殊施工类型外，我国建筑施工市场是完全竞争市场，业内企业竞争压力较大，行业利润率一直处于低水平。中短期内，建筑施工行业状况较难转变，盈利水平低的状态将持续。

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。近年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，我国劳动力价格也在不断攀升。

此外，2020 年初新冠疫情爆发及所采取的强有力防控措施，对建筑施工企业造成一定短期冲击，主要表现为项目复工难度大。工地防疫支出，建筑原料、劳务供应偏紧以及物流成本的升高或将加大建筑行业短期内的现金成本支出

压力。

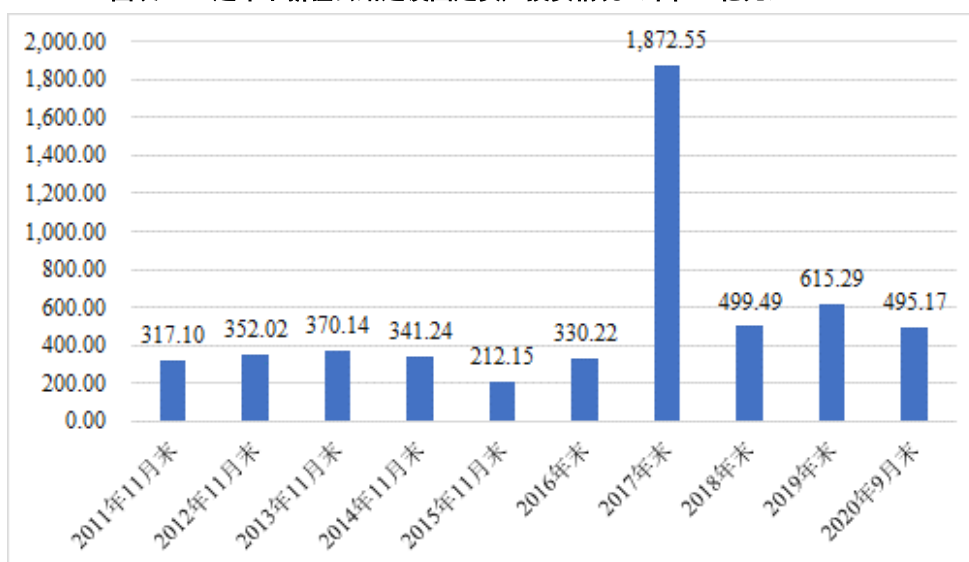
(3) 区域市场因素

该公司经营多年，在新疆维吾尔自治区（简称“新疆”）建筑市场建立了较高声誉。公司新疆地区业务收入占比高，新疆地区当地经济发展水平、财政实力及公路投资规模等对公司业务经营具有重要影响。

新疆维吾尔自治区位于我国西北边陲，是我国五个少数民族自治区之一，是我国陆地面积最大的省级行政区，占我国国土总面积六分之一，2019 年末常住人口 2,523.22 万人。新疆财政收入以一般公共预算及其补助收入为主，对上级补助的依赖程度高，政府性基金预算收入对地方财力的贡献度相对有限。

新疆政府债务资金主要用于市政建设、保障性住房等基础设施建设，推动了区域建设、民生改善和社会发展。随着新疆经济的持续发展、大额中央转移性支付的持续拨付以及政府债务管理机制的不断完善，新疆政府债务风险总体可控。

图表 6. 近年来新疆公路建设固定资产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，数据为当年各月的累计值

根据新疆综合交通运输“十三五”发展规划数据，新疆交通网络覆盖深度仍然偏低，和田地区尚未实现高速公路连接；部分重要城际通道能力不足、运输效率偏低，乌鲁木齐至大黄山、乌鲁木齐至小草湖、乌鲁木齐至奎屯等高速公路首府放射线交通量增长迅速，通行能力不足的现象逐步显现。库尔勒至阿克苏、奎屯至克拉玛依等高速公路技术标准不高，已难以承担高密度的城际运输需求。随着国家“一带一路”战略的逐步推进，作为丝绸之路核心区，新疆的地缘优势将进一步凸显，国家对新疆地区，特别是南疆地区的支持力度也将进一步地加大。新疆综合交通运输“十三五”推出后，2017 年，新疆公路建设固定资产投资显著高于之前年份。

2018 年上半年，受地方政府清理违规举债、去杠杆的宏观政策以及财政部

[2017]92 号文要求各地清理 PPP 项目影响，新疆 PPP 项目多处于停滞待审查状态，部分不合法不合规的 PPP 项目已被清退出库。该公司部分项目 2018 年上半年也进行了停工检查。截至 2020 年 10 月末，部分项目已与业主方签订终止或业务模式转换协定。

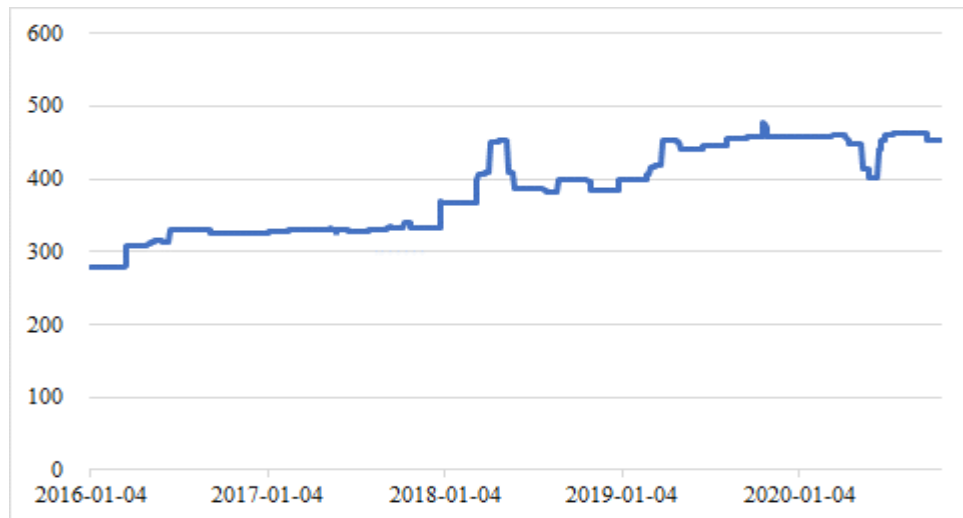
2018 年 7 月以来，国家及新疆地区陆续推出了一系列支持新疆地区交通基础设施建设的有利政策。2018 年 7 月 2 日，新疆维吾尔自治区人民政府办公厅发文《关于扎实推进重点项目建设促进经济高质量发展的通知》（新政办明电【2018】117 号）要求强化部门协同联动，加强上下沟通衔接积极服务于预算内投资项目和重点项目建设。2018 年 7 月 27 日，新疆交通厅 2018 年交通扶贫暨交通项目建设第二次调度会议要求“想方设法、筹集资金，下大力推进 PPP 项目建设”，会议指出各地都要把推进 PPP 项目作为加快公路建设的首要工作，梳理一批资金未落实的重点 PPP 项目，多渠道吸引社会资本，以市场化运作方式力争年内开工建设。2019 年 6 月 17 日，新疆自治区交通厅制定了《新疆公路交通运输与旅游融合发展三年行动计划（2018-2020 年）》，要求到 2020 年，交通运输与旅游资源一体化开发政策措施体系基本形成，“交通+旅游”一体化开发主体体系初步成型，公路设施旅游服务功能得到强化，旅游客运服务能力显著提高，基本实现 343 个 A 级景区等级公路全连通。2020 年 5 月 17 日，国务院印发了《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》要求：“强化基础设施规划建设。提高基础设施通达度、通畅性和均等化水平，推动绿色集约发展。加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设，拓展区域开发轴线。强化资源能源开发地干线通道规划建设。积极参与和融入“一带一路”建设。支持新疆加快丝绸之路经济带核心区建设，形成西向交通枢纽和商贸物流、文化科教、医疗服务中心。”2020 年 7 月，新疆自治区交通厅发布的《新疆维吾尔自治区交通运输“十四五”发展规划（征求意见稿）》中提出，未来将围绕“进出疆快起来、疆内环起来、南北疆畅起来、出入境联起来”发展目标，全力推进交通强国建设发展。到 2025 年，交通强国新疆篇章建设迈出坚实步伐，安全、便捷、高效、绿色、经济的现代化综合交通运输体系进一步完善；发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网建设取得显著成效，“新疆 1521 出行交通圈”建设取得显著进展（即全球主要发达经济体“1 天”到达，全国主要城市“5 小时”覆盖，全疆主要城市“2 小时”通达，都市圈“1 小时”通勤）；到 2035 年，基本建成交通强国新疆篇章，基本形成现代化综合立体交通网络。

根据 Wind 统计，截至 2020 年 9 月末，新疆维吾尔自治区 PPP 项目共计 525 个，总投资额为 7,173 亿元。如果未来国家对西部基础设施投资政策出现变化，各级政府交通基础设施建设投资资金规模，特别是公路交通基础设施投资规模投入不足，且融资能力受到限制的情况下，将会对该公司的交通基础设施投资产生不利影响，相应地对公司的业务规模产生不利影响。

钢材、水泥和沥青为建筑施工企业主要的工程材料，虽然施工企业可在建材价格超过一定幅度后，获得部分补偿（合同约定），但其成本仍会受到一定

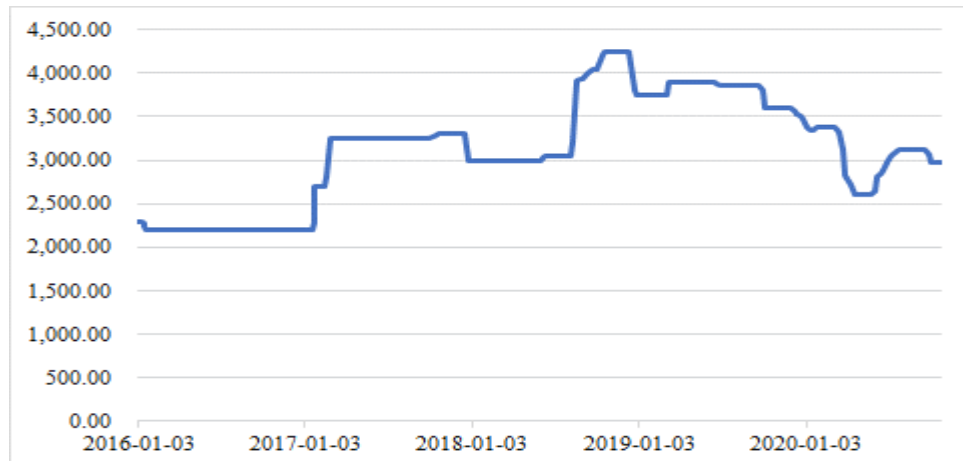
的影响。水泥方面，2016 年开始，新疆地区水泥价格整体呈现上扬趋势，截至 2020 年 9 月末，平均单价在 454 元/吨。沥青方面，2017 年开始西北地区重交沥青价格开始上扬，2018 年回落之后 2019 年上半年继续上涨，2020 年开始震荡回落，截至 2020 年 9 月末，平均单价在 3000 元/吨。钢材方面，乌鲁木齐 HRB400 20mm 螺纹钢价格自 2016 年开始持续上扬，2019 年二季度有所回落，截至 2020 年 9 月末，平均单价在 3560 元/吨。总体而言，新疆钢材、水泥和沥青价格近年来波动幅度较大，给相关施工单位的成本控制带来较大压力。

图表 7. 新疆地区水泥平均价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

图表 8. 西北地区重交沥青价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

图表 9. 乌鲁木齐 HRB400 20mm 螺纹钢价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 业务运营

该公司以基建类工程施工业务为主业，具有公路工程施工总承包特级资质。公司业务集中在新疆区域，客户大多为新疆地方政府授权投资的业主单位，业主单位付款较易受财政因素影响，存在一定拖欠工程款的情况。跟踪期内，公司部分 PPP 项目存在取消或暂停实施情况，但由于公司资本金及建安垫款投入很少，PPP 项目风险相对可控。2019 年，公司主业盈利水平较上年变化不大，但由于非经营性收益下降，净利润有所下滑。2020 年上半年，公司营业收入仍然保持增长，但受海外项目亏损影响，毛利水平有所下降。

该公司主要经营基建类工程施工业务。公司作为新疆两家具有公路工程施工总承包特级资质的企业之一，在新疆地区具有较强的竞争力。公司承接的工程施工项目主要为公路、桥梁、隧道、市政工程等基础设施。近年来，公司主要进行横向规模化发展，除拓展传统类项目外，也承接投资类项目（PPP 项目）。

除建筑施工业务之外，该公司还利用施工企业的资源及渠道优势进行上下游产业链纵向发展，开展勘察设计与试验检测，以及路桥工程施工建材贸易等业务。两类业务占总营业收入比重小，对公司盈利水平影响不大。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
路桥工程施工	新疆	横向规模化	规模/区域分布/资质技术/项目管理

资料来源：新疆交建

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司主营业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度	2019 年 上半年度
营业收入合计	71.24	53.51	59.51	18.72	16.37
其中：主营业务收入	70.67	52.59	59.22	18.63	16.24
其中：（1）路桥工程施工	66.35	44.22	51.69	17.50	14.91
（2）材料销售	3.48	7.69	6.65	1.08	1.16
（3）勘察设计和试验检测及其他	0.84	0.68	0.88	0.05	0.17
综合毛利率	9.76	10.29	9.31	5.43	8.9
其中：路桥工程施工	9.70	11.05	9.59	4.77	8.58
材料销售	7.58	3.25	6.99	8.16	12.65
勘察设计和试验检测及其他	29.33	28.43	12.99	5.49	13.93

资料来源：新疆交建

A. 规模

该公司路桥工程施工业务按项目分为传统类项目及投资类项目。2017-2019 年，公司路桥工程施工业务分别确认收入 66.35 亿元、44.22 亿元和 51.69 亿元，同期传统项目确认的收入分别占路桥工程施工业务收入的 89.83%、78.09%和 77.42%，投资类项目收入占比逐年提升。2020 年上半年度，公司路桥工程施工业务实现收入 17.50 亿元，较上年同期有所增长。其中，传统项目实现收入 13.05 亿元。

图表 12. 路桥工程施工业务收入分类情况表（单位：亿元）

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
传统类项目收入	59.60	34.53	40.02	13.05
投资类项目收入	6.75	9.69	11.67	4.45
路桥工程施工收入合计	66.35	44.22	51.69	17.50

资料来源：新疆交建

由于公司业务主要在新疆地区开展，新签合同额受新疆地方政府规划影响很大，2017-2019 年，公司新签合同总金额分别为 347.31 亿元、28.88 亿元和 32.97 亿元。2017 年公司新增业务合同随新疆公路建设固定资产投资规模的回升而爆发式增长。2018 年及 2019 年，受地方政府清理违规举债、宏观去杠杆以及财政部[2017]92 号文要求等因素影响，新疆大型项目启动招标数量下降，公司全年新签合同额分别为 28.88 亿元和 32.97 亿元。2020 年上半年，公司新签合同 26.45 亿元，较上年同期略有下降。截至 2020 年 6 月末，公司在手合同额为 312.17 亿元²，在手订单仍较充裕。

图表 13. 公司近年建筑施工项目承接情况总表（单位：亿元）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年 上半年（末）
新签合同金额	347.31	28.88	32.97	26.45

² 已剔除取消的 PPP 项目。

项目	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)	2020年上半年(末)
其中：传统类项目	122.95	28.88	27.09	26.45
投资类项目	224.36	--	5.18	--
存量合同金额	410.64	333.49	285.72	312.17

资料来源：新疆交建

除传统类工程项目外，该公司还以 BT 和 PPP 模式开展与工程承包主业相关的投资类业务，通过投资模式承接施工业务。

BT 项目方面，该公司只实施过察布查尔锡伯自治县 BT 项目（简称“察县 BT 项目”）。该项目于 2016 年进入回购期，项目回购期为 3 年。截至 2019 年 12 月 26 日，项目应收款总额为 4.61 亿元，由于项目回购方察布查尔县政府（简称“察县政府”）所属单位和国有企业财政困难，公司仅收到现金回款 2.12 亿元，剩余 2.49 亿元未收回。2019 年 12 月，公司和察县政府就该事项进行了债务重组，察县政府以国有农用地（林地）的 50 年承包经营权抵偿公司 2.49 亿元应收款，抵偿土地面积为 1.66 万亩。公司将农用地（林地）承包经营权以融资租赁方式转包给了新疆景橡生态科技发展有限公司，租赁期限为 50 年，合同总价为 9.42 亿元，租赁款按年收取³。项目回款情况如下表所示。

图表 14. 截至 2020 年 6 月末公司 BT 项目情况（单位：亿元）

项目	项目	总额	截至债务重组前现金回款金额	债务重组额
察县 BT 项目	合同审计定案价	3.86	2.07	1.79
	投资收益款	0.49	0.05	0.44
	违约金	0.25	--	0.25
	合计	4.61	2.12	2.49

资料来源：根据新疆交建提供的数据整理

在 PPP 项目核算方面，该公司自 2020 年起按照《企业会计准则第 14 号——收入（2017 年修订）》的规定确认建造收入及成本。公司承接的 PPP 项目主要采用金融资产模式核算。在项目建设施工阶段，公司按照完工进度确认“主营业务收入”和“主营业务成本”，同时根据与项目公司结算情况确认“长期应收款”及“未确认融资收益”。项目进入运营期后，公司采用摊余成本法进行后续计量，每年年末根据期初长期应收款余额对“未确认融资收益”进行摊销。公司在运营期提供的养护维修服务确认“主营业务收入”，支付运维费用确认“主营业务成本”。在收到政府或使用方支付的运营费用时冲减应收账款或长期应收款。在现金流方面，PPP 项目公司对外融资计入筹资性现金流，向总包方（母公司）支付工程款在项目公司方计入经营性现金流出；总包方（母公司）收到的工程款计入经营性现金流入，建安成本支出计入经营性现金流出。上述记账方式比较谨慎，同时也造成最终业主方支付款项给项目公司之前，公司合并报表层面的经营性现金流表现欠佳。

³ 2020 年-2068 年每年 5 月按期等额收取 1,897.20 万元，2069 年 5 月收取 1,264.80 万元。

截至 2020 年 6 月末，该公司在手 PPP 项目共计 7 个。剔除沙湾县农村饮水安全巩固堤工程 PPP 项目⁴外，在执行项目共计 6 个，均纳入公司合并范围，合同总额为 143.45 亿元。其中，暂停履约合同⁵金额为 34.89 亿元，正常履约项目合同额为 108.56 亿元。公司 PPP 项目情况详见附件四。在执行中的 6 个 PPP 项目政府资本金总额为 14.68 亿元，可获得项目建设投资补助 17.53 亿元，需进行债权融资额为 87.64 亿元，公司需投入资本金为 23.63 亿元，项目建安合同总额为 74.71 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司已投入资本金为 11.17 亿元，已获批项目贷款共计 32.69 亿元，已发生建安费用为 42.02 亿元。在执行项目中，G216 北屯至富蕴公路工程 PPP 项目（简称“G216 项目”）、乌鲁木齐市城北主干道机场高速互通立交工程 PPP 项目（简称“机场高速项目”）和 G3018 线精河-阿拉山口公路工程建设 PPP 项目（简称“G3018 项目”）已纳入新疆维吾尔自治区“十三五”规划，目前在正常推进中，其中 G216 项目和机场高速项目已获得银行项目贷款批复合计 29.69 亿元。阿勒泰市市区至火车站道路新建道路 PPP 项目已于 2018 年 7 月进入运营期，项目运营期 10 年。

B. 区域分布

该公司在新疆地区建筑市场经营多年，区域内存在一定竞争优势，在新疆以外地区绝对收入水平有所增长，但总体规模小，且市场竞争激烈。2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司新疆地区业务收入占主营业务收入比重分别为 98.90%、87.75%、90.89%和 70.37%，新疆地区当地经济发展水平、财政实力及公路投资规模等对公司业务经营具有重要影响。除国内业务外，公司还拓展海外业务，已承接乌克兰、喀麦隆、蒙古和塔吉克斯坦等地区的项目。但由于受到乌克兰和塔吉克斯坦当地政治经济环境恶化影响，公司位于乌克兰的 2 个项目（基辅-哈尔科夫-杜布赞斯基公路大修项目和斯特雷捷尔诺波尔-基洛沃格勒-兹纳缅卡道路项目）以及位于塔吉克斯坦的 1 个项目（杜尚别-乌兹别克边境道路改造项目）发生较大亏损。2019 年及 2020 年上半年，公司基于谨慎性原则，对乌克兰的两个项目全额确认当期成本，未确认收入，并冲回前期已确认的少量收入；杜尚别-乌兹别克边境道路改造项目成本高于收入。2019 年及 2020 年上半年，上述项目分别导致毛利亏损为 1.42 亿元及 0.60 亿元，对公司整体盈利产生一定负面影响。截至 2020 年 6 月末，基辅-哈尔科夫-杜布赞斯基公路大修项目和斯特雷捷尔诺波尔-基洛沃格勒-兹纳缅卡道路项目已停工，杜尚别-乌兹别克边境道路改造项目已基本完工。目前公司对海外业务承接更加谨慎，除上述项目外，境外在手合同额为 5.94 亿元。

图表 15. 公司近年主营业务收入区域变化（单位：亿元，%）

业务区域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	70.66	99.98	50.76	96.52	57.46	96.54	17.71	95.07
其中：新疆区域	69.89	98.90	46.15	87.75	54.09	90.89	13.11	70.37

⁴ 2020 年 9 月，针对沙湾县农村饮水安全巩固堤工程 PPP 项目，公司与沙湾县水利局签订了 PPP 合同终止协议。

⁵ 阿勒泰市至禾木（吉克普林）公路 PPP 项目（非财政部入库项目）预计将会终止，截至 2020 年 10 月末，阿勒泰市政府暂未明确项目清算时间。

业务区域	2017年		2018年		2019年		2020年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
非新疆区域	0.76	1.08	4.61	8.77	3.07	5.65	4.60	24.70
境外	0.01	0.02	1.83	3.84	2.06	3.46	0.92	4.93
合计	70.67	100.00	52.59	100.00	59.22	100.00	18.63	100.00

资料来源：新疆交建

该公司的经营地域主要集中在新疆自治区内，客户较为集中。2017-2019年末及2020年6月末，公司应收账款期末余额中前五名单位金额合计分别为22.77亿元、19.52亿元、13.85亿元和8.67亿元，占应收账款余额比例分别为57.42%、56.89%、42.41%和45.64%。应收账款前五名客户均为新疆自治区内各级政府部门或其授权投资主体，公司回款易受中央纵向转移支付拨付情况影响。

图表 16. 公司应收账款前五大客户情况（单位：亿元）

年度	客户名称	应收账款 余额	占应收账款 比例（%）
2020年6月末	和田市人民政府交通运输局	2.85	14.99
	策勒县人民政府交通运输局	2.14	11.29
	和田县人民政府交通运输局	2.04	10.73
	于田县人民政府交通运输局	1.05	5.55
	乌鲁木齐地下综合管廊投资管理有限公司	0.58	3.08
	合计	8.67	45.64
2019年末	洛浦县人民政府交通运输局	3.47	10.62
	和田市人民政府交通运输局	2.91	8.90
	于田县人民政府交通运输局	2.70	8.27
	策勒县人民政府交通运输局	2.45	7.49
	新疆维吾尔自治区交通建设管理局	2.33	7.13
	合计	13.85	42.41
2018年末	和田市人民政府交通运输局	5.17	13.46
	洛浦县人民政府交通运输局	4.73	12.3
	于田县人民政府交通运输局	3.4	8.85
	策勒县人民政府交通运输局	3.31	8.62
	新疆维吾尔自治区交通建设管理局	2.91	7.58
	合计	19.52	56.89
2017年末	洛浦县人民政府交通运输局	5.87	14.8
	和田市人民政府交通运输局	5.69	14.34
	新疆维吾尔自治区交通建设管理局	4.00	10.09
	于田县人民政府交通运输局	3.74	9.43
	策勒县人民政府交通运输局	3.47	8.76
	合计	22.77	57.42

资料来源：新疆交建

C. 资质技术

截至2020年6月末，该公司拥有公路工程施工总承包特级、工程设计公路行业甲级、市政公用工程施工总承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、桥梁工程专业承包一级，公路交通工程（公路安全设施）专业承包一级、水利水电工程施工总承包三级，铁路工程施工总承包三

级等资质。截至 2020 年 6 月末，新疆具有公路工程施工总承包特级资质的企业仅有两家⁶。

该公司承接项目主要在新疆自治区内，施工项目大部分面临高温、高寒、戈壁、沙漠、丘陵、岩盐土、盐渍土、高风区等施工环境，地质环境复杂，自然气候恶劣。自 1999 年设立以来，公司耕耘疆内市场多年，积累了丰富的施工经验，并掌握了相关的施工工艺与技术。公司注重科技创新与技术研发工作，截至 2020 年 6 月末，公司取得 69 项路桥施工相关专利，10 余项行业标准及地方标准，34 项国家与省部级工法，9 项国家及省部级科技进步奖及 64 项软件著作权。

D. 项目管理

成本管控方面，该公司工程施工业务成本主要为材料费、人工费和机械费，三者合计占工程施工业务成本的比例为 90%以上。材料费主要为钢材、沥青、水泥等，三项主要材料合计占工程施工业务营业成本比例为 40%-50%左右。

新疆地区钢材、水泥和沥青价格自 2017 年以来有较大程度上涨，2019 年仍维持高位震荡。虽然签署合同中会有材料调差费用⁷，但钢铁、水泥和沥青等原材料价格波动、政策变化导致项目施工进度变化、新疆气候条件限制年度可施工时间等因素均会给公司成本控制带来一定压力。为解决主要原材料价格大幅波动对公司经营产生的不利影响，公司严格执行大宗物资招标采购程序，采取选择合格供应商、建立长期合作关系、合同锁定价格、统一集中采购等措施，降低材料采购成本，从而降低原材料采购成本对公司经营业绩的影响。

图表 17. 公司工程施工业务主要原材料采购均价（不含税）（单位：元/吨）

成本类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
钢材	3,343.48	3,989.53	3,876.73	3,689.59
水泥	343.18	372.60	431.07	421.43
沥青	2,875.80	3,476.91	3,929.33	2,962.77

资料来源：新疆交建

工程款结算方面，该公司主营业务包括工程施工、材料销售、勘察设计等，各业务结算模式及回款周期存在差异。其中，工程施工项目合同金额大，施工期限长，业主确认计量工程款与回款之间存在时间差，应收账款变动情况与工程项目期末所处状态密切相关，若期末较多的工程项目处于已完成确认计量但尚未支付的状态，则应收账款余额较大。材料销售和勘察设计业务周转快，对资金占用较少。因此工程施工业务对发行人的应收账款余额影响最大。

该公司承接的和田地区“建养一体化”项目原由农发行提供贷款给业主，项目还款来源本有较好保障，后因国家政策调整贷款不予发行放，综合考虑和田地区的财政实力、区域稳定和扶贫攻坚的政治因素，业主与公司协商后合同

⁶ 信息来自于全国公路建设市场信用信息管理系统，两家企业一家是该公司，另一家是新疆北新路桥集团股份有限公司。

⁷ 新疆交通厅造价管理站通过厂家询价方式按季度确认材料的价格指数，新疆交建按月与业主计量时根据上述价格指数对原投标时的基准材料价格进行调整。

改签为项目交工验收前业主仅支付 20%左右预付款，其余款项在交工验收后分 5 年进行支付。和田地区“建养一体化”项目工程大部分已于 2017 年末完工，当年末应收项目款为 23.74 亿元。此后项目工程款每年按时回收。截至 2020 年 6 月末，和田地区“建养一体化”项目应收账款余额为 8.24 亿元，计提坏账准备 1.27 亿元，账面价值为 6.97 亿元，后续仍需关注该项目资金回笼情况。

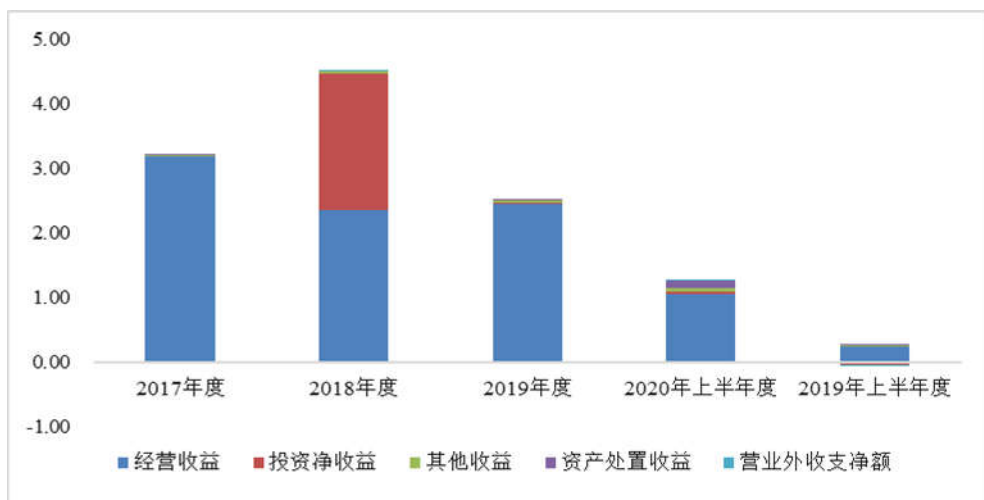
图表 18. 公司与主要客户的结算模式及信用政策

业务类别	主要客户	结算模式	信用政策
工程施工	主要客户为各级政府部门或其授权的投资主体，信誉较好，与该公司一直保持良好稳定的合作关系，如新疆维吾尔自治区交通建设管理局、察布查尔锡伯自治县交通运输局等业主单位、上海隧道工程有限公司、湖南省东常高速公路建设开发有限公司等。	传统项目按照施工进度与业主结算，以发行人与新疆维吾尔自治区交通建设管理局结算方式为例，双方约定： (1) 监理人在收到施工承包人进度付款申请单及相应的支持性证明文件后的 14 天内完成核查，经发包人审核同意后，由监理人向施工承包人出具经发包人签认的进度付款证书； (2) 发包人应在监理人收到进度付款申请单后的 28 天内，将进度应付款（扣除质保金）支付给承包人； (3) 以每次结算金额的 5%作为质保金，待交工验收至缺陷责任期满后退还，缺陷责任期一般为 2 年； 部分项目双方在合同中明确约定付款时点，如和田地区“建养一体化”项目，根据招标文件及施工合同，项目交工验收前业主仅支付 20%左右预付款，其余款项在交工验收后进行支付。	一般情况下约定付款时点后 30 天
材料销售	主要客户如上海隧道工程有限公司、青岛渤海湾建设有限公司（察都一标）、新疆合生泛亚商贸有限公司等。	结算模式根据材料性质及客户类型有所不同 (1) 沥青销售一般在合同签订后，购买方即办理付款手续，发行人收到款项后再组织货物供应； (2) 水泥及钢材主要结算模式是每月与客户对账，确认当月发生材料数量及金额，次月按合同约定的比例支付材料款，其余款项于当年工程结束后集中支付。	一般情况下约定付款时点后 30 天
勘察设计	主要客户如乌鲁木齐市达坂城区建设局、广东省冶金建筑设计研究院等	按合同约定分节点付款，项目完成后支付剩余款项，部分项目将保留 5-10%的合同金额作为质保金，待项目交工验收或工程质量认证后退还。	约定付款时点后 30 天

资料来源：新疆交建

(2) 盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据新疆交建所提供数据绘制。

该公司主业突出，营业利润主要来自于经营收益。2017-2019 年，该公司营业收入及毛利水平存在一定波动。其中，2019 年公司营业收入较上年增长

11.21%至 59.51 亿元，同期综合毛利率较上年下降 0.98 个百分点至 9.31%。其中，材料销售业务毛利率较上年回升，但路桥工程施工和勘察设计业务毛利率水平则有所下降，主要系公司部分改扩建项目工期提前导致人工机械材料等成本上升，以及位于乌克兰和塔吉克斯坦的海外项目相继出现较大亏损所致。2019 年，公司实现经营收益 2.45 亿元，较上年略有提升。

图表 20. 公司经营收益结构分析

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年上半年度
营业收入合计（亿元）	71.24	53.51	59.51	18.72
综合毛利率（%）	9.76	10.29	9.31	4.36
毛利（亿元）	6.95	5.51	5.54	0.82
期间费用（亿元）	2.05	2.63	2.21	0.99
其中：销售费用（亿元）	0.13	0.14	0.15	0.07
管理费用（亿元）	1.37	1.69	1.58	0.56
财务费用（亿元）	0.48	0.71	0.33	0.33
研发费用（亿元）	0.06	0.09	0.15	0.02
期间费用率（%）	2.87	4.91	3.72	5.28
资产及信用减值损失（亿元）	1.56	0.41	0.72	-1.30
经营收益（亿元）	3.18	2.36	2.45	1.06
全年利息支出总额（亿元）	1.04	1.69	1.53	0.98
其中：资本化支出（亿元）	0.27	0.63	0.59	0.56

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

注：此处资本化支出包含计入存货并在当期结转成本的部分

2017-2019 年，该公司期间费用分别为 2.05 亿元、2.63 亿元和 2.21 亿元，期间费用及期间费用率均呈波动态势，2018 年由于营业收入降幅较大，当年期间费用率偏高。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，销售费用及研发费用占比相对较少。管理费用主要由职工薪酬、差旅费、固定资产折旧等构成，2019 年略有下降。财务费用波动主要由利息收入波动引起，2019 年察县政府使用国有农用地承包经营权抵偿察县 BT 项目欠款，公司确认项目应收款的延期付款利息共 0.30 亿元，冲抵了当年财务费用。

资产减值损失对该公司营业利润影响较大。2017-2019 年公司分别确认资产减值损失 1.56 亿元、0.41 亿元和 0.72 亿元。2017 年，由于和田地区“建养一体化”项目新增应收账款约 23.74 亿元，款项尚未收到，按 1 年以内账龄 3%计提坏账准备。2019 年，公司计提信用减值损失 0.63 亿元及存货跌价准备 0.09 亿元。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年上半年度
投资净收益	0.00	2.10	0.01	0.02
其他收益	0.03	0.04	0.05	0.07

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
资产处置收益	0.01	0.00	0.02	0.10
营业外收入	0.04	0.01	0.01	0.00

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

除主业经营外，该公司投资收益、补贴收入较小，对公司盈利影响不大。2018 年公司确认投资收益 2.10 亿元，主要来自于公司于 2018 年 3 月转让子公司处置新疆交投房地产开发有限公司 100% 股权所得。

该公司从 2015 年开始享受西部大开发税收优惠，企业所得税按 15% 税率缴纳。2017-2019 年公司净利润分别为 2.63 亿元、3.65 亿元和 1.84 亿元，2019 年净利润降幅较大，主要系投资收益下降所致。

2020 年上半年度，新冠肺炎疫情爆发对该公司大宗商品采购、物流、人员流动和业务拓展造成一定影响，但公司在疫情得到控制后抓紧复工复产，当期实现营业收入 18.72 亿元，较上年同期增长 14.35%。同期，主要由于杜尚别-乌兹别克边境道路改造项目出现亏损 0.56 亿元，当期公司毛利率较上年同期下降 4.54 个百分点至 4.36%。此外，由于公司加大应收账款催收力度，当期应收款项回款情况转好，公司转回资产减值损失 1.33 亿元。主要受益于资产减值损失转回，2020 年上半年，公司实现净利润 1.00 亿元，较上年同期明显增加。

(3) 运营规划/经营战略

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，借助国家“一带一路”发展机遇，该公司将在坚持做好路桥施工业务的同时，积极发展相关产业，形成围绕“投资业务、工程建设、现代物流”三大主业，构建起集“规划设计、投资融资、建设管理、运营维护、装配物流”五大板块协同发展的全产业链经营模式，推动公司由传统的工程施工企业向交通建设全产业链一站式服务商的转型升级。在加大对国内市场拓展基础上，发挥新疆地处亚欧大陆腹地的口岸优势、资源优势及交通优势，开拓公司业务经营地域。

随着国家对 PPP 业务模式的推广，作为新疆自治区大型路桥施工企业集团，该公司全面落实《自治区关于加快推进政府和社会资本合作促进经济社会发展的指导意见》，加大对 PPP 业务模式的拓展力度，以可持续发展的大型 PPP 项目为主，做好项目研判、风险防范等工作，坚持甄选入库级别高、增信条件好、优惠政策多的 PPP 项目。并以先期与各地州政府达成的合作共识和战略框架协议为纽带，聚焦潜力区域和大型项目，并针对区域间市场发展情况不同，进行差异化投资，系统提升企业 PPP 项目的实施能力和运营管理经验。力争成为疆内乃至西北地区开展 PPP 业务的标志性企业。

在融资计划方面，该公司根据业务发展及优化资本结构需要和自有资金的状况，公司将选择股权融资和债权融资等多种方式筹措满足公司可持续发

展所需的资金。一方面，公司已上市成功，可通过公开增发、定向增发等方式保持在资本市场持续融资的功能，另一方面综合利用银行借贷、公司债券等债权融资方式进行融资，改善公司资本结构，降低筹资成本、控制财务风险，同时扩大公司业务规模和市场。

管理

该公司为地方国资委控股上市企业。公司已根据相关法律法规建立了较完整的法人治理结构。跟踪期内，公司治理及管理方面未发生重大变化。

该公司为国有控股的基础设施建设企业，公司控股股东为新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会。2018年11月27日，公司于深圳证券交易所成功上市，股票代码“002941.SZ”。截至2020年9月末，新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会合计持有公司48.45%股权⁸。公司产权状况详见附录一。

根据公开市场信息以及该公司2020年10月23日提供的《企业信用报告》公司本部无重大未决诉讼或仲裁事项，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 22. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	存在担保等风险敞口的子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.10.23	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.10.25	无	无
诉讼	公开信息披露	2020.10.25	无	无
安全	公开信息披露	2020.10.25	无	无

资料来源：根据新疆交建所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司应收账款回笼较好，应收账款和应付账款规模均有降低。随着PPP项目贷款落地及建设进度持续推进，公司长期应收款和中长期刚性债务规模同时扩张，经营性现金流表现为净流出。鉴于大部分长期应收款和中长期刚性债务实质分别为PPP项目公司应收业主的款项和项目公司项目贷款和资本金，而母公司未对PPP项目公司担保，公司资金链紧张程度有所降低。未来仍需关注PPP项目的运营情况。

⁸ 新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会直接持有公司46.51%股份，通过新疆新业盛融创业投资有限责任公司间接持有公司1.94%的股份。

1. 数据与调整

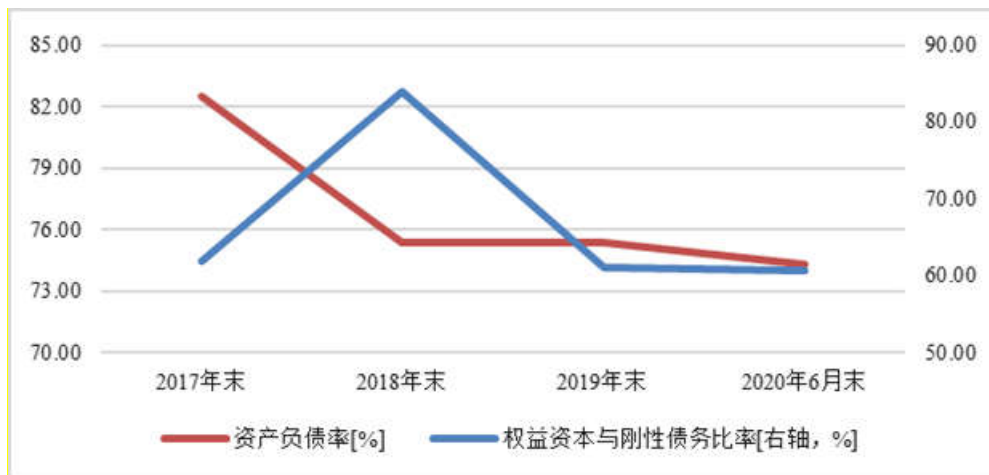
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。2019 年，公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）和企业会计准则的要求编制 2019 年度财务报表。此外，公司自 2019 年 1 月 1 日起执行财政部修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》（财会[2017]8 号）、和《企业会计准则第 24 号——套期会计》（财会[2017]9 号）、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）、《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》（财会[2019]8 号）以及《企业会计准则第 12 号——债务重组》（财会[2019]9 号）。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司 25 家。2020 年公司新设大埔新交建路安通项目管理有限公司，持股 70%。截至 2020 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司共 26 家，主要涉及施工企业、工程咨询和工程管理等领域。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



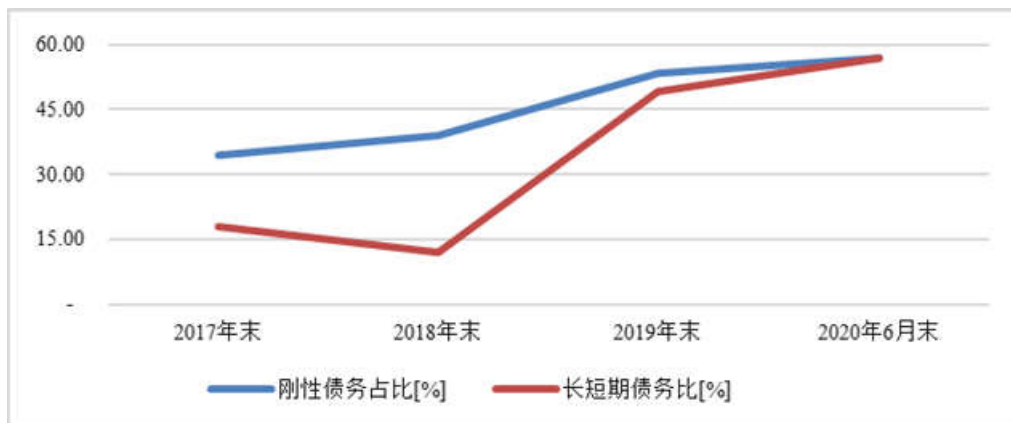
资料来源：根据新疆交建所提供数据绘制。

2017-2019 年末，该公司负债总额逐年增长，同期资产负债率分别为 82.47%、75.35%和 75.38%，存在一定波动。2017 年公司承接大量 PPP 项目，债务融资规模迅速扩张，当年末资产负债率较上年末增加 17.45 个百分点至 82.47%，杠杆经营程度较高，股东权益对刚性债务的覆盖能力明显降低。2018 年，公司通过公开发行股票上市募集资金 4.19 亿元，资本实力增强，当年末资产负债率降至 75.35%。2019 年末，公司资产和负债规模均有所扩张，但

由于刚性债务快速增长，权益资本与刚性债务比率降至 70.73%。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	25.44	29.74	44.29	51.21
应付账款 (亿元)	33.16	30.68	25.29	21.77
预收款项 (亿元)	8.23	9.44	7.75	0.07
合同负债 (亿元)	--	--	--	11.46
其他应付款 (亿元)	4.25	3.85	3.90	3.93
刚性债务占比 (%)	34.39	38.94	53.43	57.08
应付账款占比 (%)	44.83	40.18	30.51	24.26
预收款项占比 (%)	11.13	12.36	9.34	0.07
合同负债占比 (%)	--	--	--	12.78
其他应付款占比 (%)	5.75	5.05	4.70	4.38

资料来源：根据新疆交建所提供数据绘制。

从债务期限来看，该公司负债以流动负债为主。2018 年末，部分长期借款将于一年内到期转为短期债务，且应付票据及短期借款规模有所扩张，债务结构短期化。2019 年，公司部分 PPP 项目贷落实，长期借款大幅增长，当年末长短期债务比升至 49.32%，债务结构得到优化。

从债务构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、应付账款、其他应付款及预收款项，2019 年末上述项目在负债总额中占比分别为 53.43%、30.51%、9.34%和 4.70%。公司应付账款主要是应付供应商的材料、劳务款项以及机械租赁费等，2017 年以来应付账款总额逐年下降。2019 年末，应付账款余额较上年末下降 17.58%至 25.29 亿元，主要系国家要求不得拖欠民营企业账款及工程账款，公司响应政策要求并加快应付款项结算支付所致。公司其他应付款主要是公司根据合同约定向供应商收取的履约保证金、农民工工资保证金、投标保证金、为员工和项目代收代扣款项以及往来借款等。2019 年末，其他应付款余额为 3.90 亿元，其中履约保证金 2.96 亿元，代收及代扣款项等 0.39 亿元，往来借款及利息 0.21 亿元。预收账款主要包括预收业主的

项目工程动员款及材料款、年末建造合同形成的已结算未完工项目和销售材料预收款等，2019 年末上述各项余额分别为 6.48 亿元、1.00 亿元和 0.19 亿元。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期刚性债务合计	14.25	21.69	16.96	18.85
其中：短期借款	11.85	13.11	9.89	5.77
一年内到期的非流动负债	2.00	6.44	5.82	9.20
应付票据	0.35	2.14	1.04	3.66
其他短期刚性债务	0.05	--	0.21	0.22
中长期刚性债务合计	11.19	8.05	27.34	32.37
其中：长期借款	11.19	8.05	27.34	32.37
刚性债务合计	25.44	29.74	44.29	51.21
综合融资成本（年化，%）	6.32	6.14	5.77	--

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理，

2017-2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 25.44 亿元、29.74 亿元和 44.29 亿元，债务规模呈快速扩张态势。公司刚性债务以银行借款和应付票据为主。从借款类型来看，公司银行借款主要为信用借款和 PPP 项目贷款，银行借款构成见下表。2019 年，公司部分 PPP 项目贷款得到落实，长期借款大幅增加，短期借款规模则有所下降。2019 年末应付票据余额为 1.04 亿元，其中银行承兑汇票 0.50 亿元，商业承兑汇票 0.54 亿元。

图表 26. 公司银行借款构成（含 PPP 项目贷）（单位：亿元）

银行借款分类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期借款	11.85	13.11	9.89	5.77
其中：信用借款	11.85	13.11	9.89	5.77
1 年内到期的长期借款	2.00	6.44	5.82	9.20
长期借款	11.19	8.05	27.34	32.37
其中：信用借款	11.19	8.05	9.44	15.58
其中：PPP 项目贷	3.73	2.83	17.90	16.79
合计	25.04	27.60	43.05	47.34

资料来源：新疆交建

2020 年上半年末，该公司负债总额为 89.72 亿元，较上年末增长 8.23%；期末公司资产负债率为 74.31%，较上年末略有下降。具体来看，刚性债务余额较上年末增长 16.62%至 51.21 亿元，主要为长期借款增加所致。此外，由于公司于 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，原计入预收款项中的项目预收款、已完工未结算工程施工款项等计入合同负债，当期末合同负债余额为 11.46 亿元。除上述事项外，公司主要债务构成未发生重大变化。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
营业周期 (天)	193.00	378.61	316.43	--
营业收入现金率 (%)	58.82	118.31	114.75	164.81
业务现金收支净额 (亿元)	-11.01	-4.47	-17.72	0.36
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.72	1.10	1.64	0.33
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-12.73	-3.37	-16.08	0.68
EBITDA (亿元)	4.49	6.16	4.33	--
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.27	0.22	0.12	--
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.33	3.64	2.83	--

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司现金流来源主要为工程施工收入，项目结算周期较长。近三年公司营业周期存在一定波动。2017-2019 年，公司经营环节产生的现金流量净额分别为-12.73 亿元、-3.37 亿元和-16.08 亿元，经营性现金流持续净流出。其中，2019 年公司经营性现金缺口增加，一方面系 PPP 项目支出增加，另一方面，公司自 2019 年初起响应国家相关政策，加快对供应商的结算支付，导致当年经营环节现金大额净流出。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其他资产摊销构成。其中，利润总额占比较高。2017 年以来由于刚性债务增长较快，EBITDA 对刚性债务与利息支出的保障水平持续弱化。2019 年，EBITDA 较上年下降 29.76%至 4.33 亿元，对刚性债务和利息支出的覆盖倍数分别下降至 0.12 和 2.83。

(2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-0.23	1.39	0.74	-1.84
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.37	-1.54	-0.15	-0.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.14	--	--	--

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
投资环节产生的现金流量净额	-0.73	-0.15	0.59	-1.86

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

该公司的投资活动主要为购建固定资产、无形资产等长期资产所支付的现金以及关联企业间资金拆借所形成的现金收支。2017-2019 年，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.73 亿元、-0.15 亿元和 0.59 亿元。其中，2017 年公司收购新疆天山汽车制造有限公司⁹（简称“天山汽车”），当期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 0.38 亿元，同期企业间资金拆借流出 0.14 亿元。2018 年公司转让子公司新交房产 100% 股权，转让对价 3.00 亿元，并于当年收到 50% 新交房产股权处置款 1.50 亿元；同期购入机器设备、在建工程等长期资产支出 1.54 亿元。2019 年，公司收到转让子公司房产的剩余 50% 股权对价 1.50 亿元，同时投资济南莱泰投资合伙企业（有限合伙）¹⁰ 支付投资款 0.81 亿元。

（3）筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度
权益类净融资额	-0.40	5.97	0.64	2.39
债务类净融资额	17.75	0.87	13.31	3.20
其中：现金利息支出	1.04	1.69	2.14	0.98
其他融资净额	1.69	-0.35	0.23	-0.12
筹资环节产生的现金流量净额	19.04	6.48	14.18	5.48

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

为满足投资建设产生的资金补充需求，近年来该公司主要通过银行借款以及公开发行股票进行融资。2017-2019 年，公司筹资环节产生的现金净流入分别为 19.04 亿元、6.48 亿元和 14.18 亿元。其中，2018 年公司上市净融资 4.19 亿元。2019 年，公司获得 PPP 项目贷款，债务类融资额大幅增长，筹资环节产生的现金净流入为 14.18 亿元。

2020 年上半年，该公司营业收入现金率为 164.81%。由于销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增长 69.79%，当期经营环节产生的现金流量净额转为净流入 0.68 亿元；同期，投资环节净流出 1.86 亿元，主要用于投资新疆高速公路发展专项 1 号投资基金（有限合伙）¹¹（简称“一号基金”）；筹

⁹ 该公司收购天山汽车主要出于满足公司发展过程中对土地资源的需求，打造交建工业园区。

¹⁰ 2019 年 5 月，该公司与山东泰山路桥工程公司组成的联合体中标“青兰高速公路莱芜至泰安段改扩建工程施工第三、第四合同段”第三标段（QLSG-3），中标价为 5.60 亿元，公司中标后参与成立济南莱泰投资合伙企业（有限合伙），合伙期限为 5 年，全体合伙人认缴出资总额 12.87 亿元，公司作为有限合伙人认缴出资总额为 8,064 万元，占比为 6.2%。

¹¹ 该公司投标 S21 阿勒泰至乌鲁木齐公路建设一期工程（黄花沟至乌鲁木齐段）项目，中标后参与设立一号基金，出资 17,911 万元认购一号基金有限合伙份额，并计入其他非流动金融资产。

资环节净流入 11.13 亿元，主要系当期新增长期借款现金流入。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	76.84	79.28	73.81	81.00
	85.67	78.22	67.12	67.10
其中：货币资金（亿元）	15.45	18.59	16.68	21.52
应收账款（亿元）	36.16	34.31	27.66	16.48
存货（亿元）	18.89	17.48	19.89	2.62
合同资产（亿元）	-	-	-	27.58
其他应收款（亿元）	4.68	4.26	1.98	2.43
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	12.86	22.07	36.16	39.72
	14.33	21.78	32.88	32.90
其中：长期应收款（亿元）	5.44	14.09	25.38	30.03
固定资产（亿元）	2.62	3.96	3.50	3.22
无形资产（亿元）	2.68	2.62	5.04	2.52
其他非流动金融资产（亿元）	-	-	0.81	2.60
总资产（亿元）	89.69	101.35	109.96	120.73
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.46	2.84	2.51	2.89
受限资产账面余额/总资产（%）	2.75	2.81	2.28	2.39

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，2019 年末在资产总额中占比为 67.12%，与其建筑施工业务性质相符。随着业务规模扩张，公司资产逐年增加。从具体构成来看，公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货、其他应收款和其他流动资产。2019 年末，公司货币资金账面价值为 16.68 亿元，其中使用受限的货币资金为 2.51 亿元，主要为承兑汇票保证金、投标保证金和履约保证金等。由于工程周期长，公司应收款项占总资产比重较大。2019 年末，应收账款账面价值为 27.66 亿元，坏账计提比例为 15.30%，账面价值为 32.65 亿元。应收账款中账龄在 1-3 年的款项占比为 89.66%，账龄较上年末拉长。公司客户较为集中，2019 年末，前五名应收账款合计占比 42.41%，全部为政府部门或政府授权投资的业主单位，受财政预算影响大，或存在款项支付拖欠问题。存货主要由已完工未结算资产、原材料、在产品 and 库存商品等构成。2019 年末存货账面价值为 19.89 亿元，其中，已完工未结算资产 18.47 亿元，原材料 0.93 亿元。其他应收款主要包括履约保证金、农民工工资保证金、投标保证金和代垫款等，2019 年末其他应收款较上年末下降 53.46%，主要是由于公司已于当年收到 1.50 亿元子公司房产股权转让款。

该公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产、其他非流动金融资产

和长期应收款。公司作为集工程施工服务、科研、设计于一体的基础设施建设施工企业，固定资产主要为工程施工所需的机械设备及房屋建筑物。无形资产主要为土地使用权和软件，2019年公司新增土地使用权2.49亿元，为察县政府抵偿应付公司欠款的国有农用地（林地）承包经营权，土地面积为4,739.93亩及11,853.15平方米。2019年末，公司新增其他非流动金融资产0.81亿元，系投资济南莱泰投资合伙企业（有限合伙）产生。长期应收款主要为PPP项目公司应收业主款项及应收国有农用地融资租赁款¹²。2017年以来，长期应收款快速增长，主要由于公司PPP项目投入逐年增加，应收业主方款项随之积累。

图表 31. 公司长期应收款明细（单位：亿元）

项目名称	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
察县 BT 项目	0.23	-	-	-
阿勒泰市区至火车站道路新建道路 PPP 项目	3.01	3.36	1.83	1.52
G580 线和田至康西瓦 PPP 项目	1.81	1.36	-	-
G216 北屯至富蕴公路工程 PPP 项目	-	6.06	12.62	14.47
乌鲁木齐市城北主干道机场高速互通立交工程 PPP 项目	-	2.04	4.73	5.37
G216 线红山嘴口岸至阿勒泰公路工程	0.27	0.27	-	-
G3018 线精河-阿拉山口公路工程建设项目	0.11	0.97	6.20	6.65
沙湾农村饮水安全巩固提升工程 PPP 项目	0.01	0.03	-	-
融资租赁应收款	-	-	-	2.00
其他	0.00	0.00	-	0.01
合计	5.44	14.09	25.38	30.03

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

2020年6月末，该公司资产总额为120.73亿元，较上年末增长9.79%。其中货币资金为21.52亿元，较上年末增长29.05%；预付款项较上年末增长70.42%至3.21亿元；长期应收款较上年末增长18.31%至30.03亿元。此外，由于部分原计入存货和应收账款的资产调整至合同资产，当期末公司应收账款降至16.48亿元，存货降至2.62亿元，合同资产为27.58亿元。同期末，公司其他主要资产变化不大。

¹² 国有农用地融资租赁款系该公司将察县政府偿还债务的国有农用地使用权以融资租赁方式对外转包形成，承租方为新疆景橡生态科技发展有限公司，承包期为2020年5月1日至2069年12月31日，年转包价格为1,897.20万元。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动比率	122.45	116.16	132.95	141.82
速动比率	92.14	88.18	93.72	131.61
现金比率	28.03	27.56	30.06	38.19

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率和速动比率呈现波动态势，2018 年主要由于流动负债增速较快，流动性指标弱化。2019 年，短期借款及应付账款较上年末减少，流动负债大幅下降，流动比率明显改善。同年末，由于公司流动负债规模下降，现金比率较上年末继续提升至 30.06%。2020 年上半年，公司流动性指标继续好转。

6. 表外事项

根据该公司 2020 年半年报及公开信息查询，公司本部及下属核心子公司无重大未决诉讼或仲裁事项，未发生重大质量、环保和安全事件。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理职能以及项目承接职能，项目承接后分配给子公司施工运营。在子公司管理方面，公司会向子公司派驻财务人员进行管理，对内部的资金统筹调度能力较强。

该公司资产和负债均主要集中在本部。截至 2019 年末，公司本部资产总额为 95.19 亿元，其中货币资金为 13.93 亿元。公司本部负债总额为 71.91 亿元，其中刚性债务为 26.20 亿元，占合并口径的 59.15%。2019 年公司本部实现营业收入 46.55 亿元，净利润 2.19 亿元，经营活动现金净流入 0.69 亿元。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为国有控股的基础设施建设企业，2015 年 5 月，公司被认定为主营业务符合国家鼓励类产业目录¹³，公司享受西部大开发税收优惠政策的期限为 2015 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，在此期间企业所得税按 15% 税

¹³ 根据财政部、国家税务总局、海关总署财税发[2011]58 号文《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》，根据相关规定，新企业所得税法实施后该文件中的西部大开发企业所得税优惠政策继续执行。自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。

率计缴。公司 2017-2019 年分别获得政府补助 286.19 万元、367.52 万元和 448.05 万元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司资信状况良好，上市后融资渠道更趋多元，银行及其他金融机构对公司。截至 2020 年 6 月末，公司共获境内金融机构综合授信总额为 301.82 亿元，其中尚未使用的银行授信为 254.63 亿元。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 流贷额度	已使用额度	利率区间
全部（亿元）	301.82	147.42	47.19	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	96.00	59.00	23.25	4.75
工农中建交五大商业银行（亿元）	81.42	51.12	6.78	4.60
其中：大型国有金融机构占比（%）	58.78	74.70	63.85	-

资料来源：根据新疆交建所提供数据整理（截至 2020 年 6 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

交建转债：投资人换股权、回收权及发行人赎回权

交建转债为可转换债券，附投资人转股权、回售权，以及发行人赎回权、下修权。若债券换股期间，投资人选择转股，发行人则无需到期兑付相应份额的债券。未来公司正股价格变化对投资人的转股决策影响重大，公司上市后盈利波动较大，经营业绩承压，或对公司正股价格及本次可转债的收益产生不利影响。

图表 34. 交建转债特殊条款

当前转股价格	18.57 元	转股期间	2021-03-22~2026-09-14
回售触发价	13.00 元	回售起始	2024-09-15
赎回触发价	24.14 元	赎回起始	2021-03-22
修正触发价	15.78 元	修正起始	2020-09-15

资料来源：Wind（截至 2020 年 10 月 31 日）

跟踪评级结论

该公司以基建类工程施工业务为主业，具有公路工程施工总承包特级资质。公司业务集中在新疆区域，客户大多为新疆地方政府授权投资的业主单位，业主单位付款较易受财政因素影响，存在一定拖欠工程款的情况。跟踪期内，公司部分 PPP 项目存在取消或暂停实施情况，但由于公司资本金及建安垫款投入很少，PPP 项目风险相对可控。2019 年，公司主业盈利水平较上

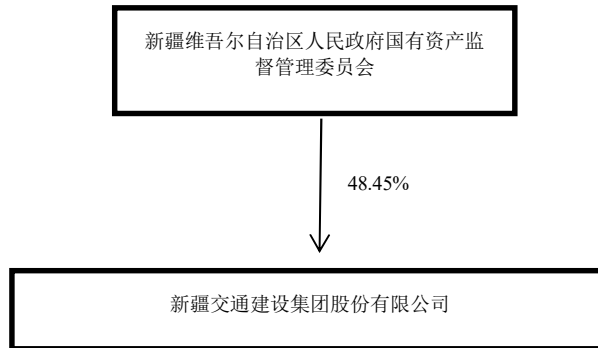
年变化不大，但由于非经营性收益下降，净利润有所下滑。2020年上半年，公司营业收入仍然保持增长，但受海外项目亏损影响，毛利水平有所下降。

跟踪期内，该公司应收账款回笼较好，应收账款和应付账款规模均有降低。随着 PPP 项目贷款落地及建设进度持续推进，公司长期应收款和中长期刚性债务规模同时扩张，经营性现金流表现为净流出。鉴于大部分长期应收款和中长期刚性债务实质分别为 PPP 项目公司应收业主的款项和项目公司项目贷款和资本金，而母公司未对 PPP 项目公司担保，公司资金链紧张程度有所降低。未来仍需关注 PPP 项目的运营情况。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济景气度和区域经济政策变化对该公司经营的影响；（2）公司工程施工材料价格波动情况；（3）公司应收款项回笼情况；（4）公司 PPP 项目施工进展及相关资金压力；（5）公司海外业务承接情况；（6）公司债务规模变化及债务偿付压力。

附录一：

公司与实际控制人关系图

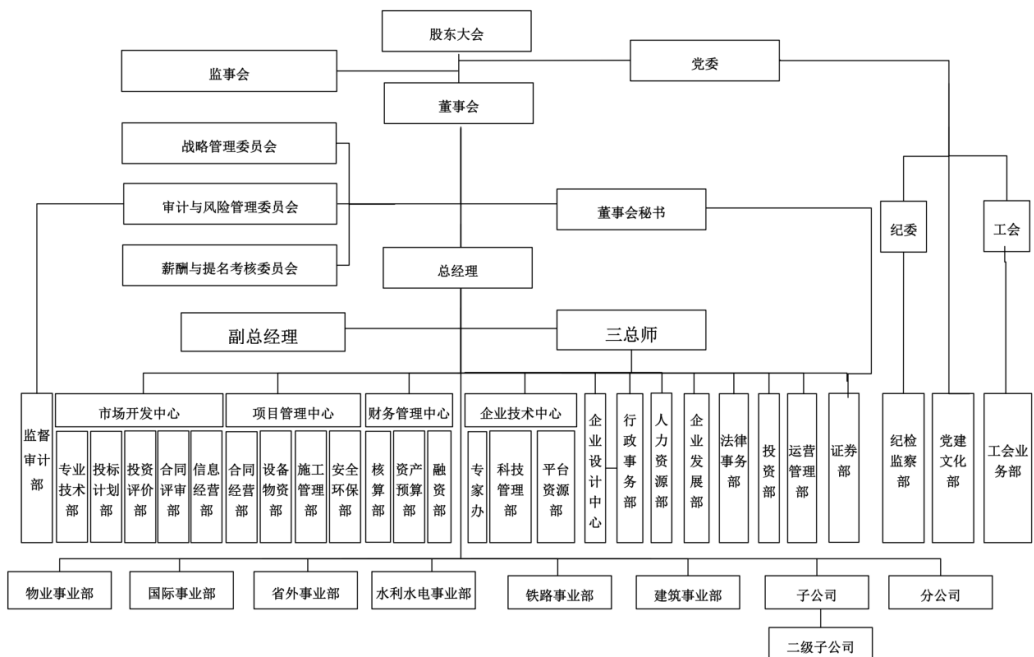


注 1：根据新疆交建提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

注 2：新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会直接持有公司 46.51% 股份，通过新疆新业盛融创业投资有限责任公司间接持有公司 1.94% 的股份。

附录二：

公司组织结构图



注：根据新疆交建提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019（末）主要财务数据（亿元）					备注
				刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	
新疆交通建设集团股份有限公司	新疆交建	--	工程施工、管理	26.20	23.29	46.55	2.19	0.69	母公司
新疆天山路桥有限责任公司	天山路桥	100.00	工程施工	--	1.50	2.44	0.12	-0.24	--
新疆交通建设集团阿勒泰茂峰项目有限公司	阿勒泰茂峰	90.00	工程管理	2.50	0.88	--	-0.19	0.49	--

资料来源：新疆交建（截至 2019 年末）

附录四：

截至 2020 年 6 月末公司已签订合同的 PPP 项目情况（单位：亿元）

编号	项目情况	项目名称	最终业主方	合同签订日期	SPV 公司名称	公司持股比例	是否并表	项目总投资额	项目公司债权融资		项目资本金			项目建设投资补助	付费模式	项目收益率 (%)	建设期+运营期	项目入库情况	对应建安合同金额	已经产生的建安费用
									债权融资总额	已获得项目贷金额 (批复金额)	政府方出资	新疆交建总出资	其中：新疆交建已出资							
1	正常履约 (建设期)	G216 北屯至富蕴公路工程 PPP 项目	阿勒泰地区交通运输局	2017.7.13	新疆新交建阿富公路项目管理有限公司	80%	是	44.09	17.97	17.90	8.82	9.18	7.00	8.12	可行性缺口补助	6.00	3+27	财政部库	31.53	19.15
2		乌鲁木齐市城北主干道机场高速互通立交工程 PPP 项目	乌鲁木齐市城市建设投资 (集团) 有限公司	2017.8.10	新疆交建金桥工程管理有限公司	80%	是	18.39	15.51	11.79	0.58	2.31	1.41	--	政府付费	6.67	2+10	财政部库	11.29	6.62
3		G3018 线精河-阿拉山口公路工程建设项目 PPP 项目	博州地区交通局	2017.1.25	新疆新交建精阿公路项目管理有限公司	99.99%	是	36.42	18.52	--	4.16	4.33	1.78	9.41	可行性缺口补助	6.00	3+27	财政部库	23.90	12.48
4		省道 S221 线大埔县湖寮至枫朗段公路改建工程 PPP 项目	大埔县公路局	2020.5.14	大埔新交建路安通项目管理有限公司	70%	是	5.41	4.33	--	0.33	0.76	0.21	--	政府付费	6.40	2+10	财政部库	4.34	0.09
5	正常履约 (运营期)	阿勒泰市市区至火车站道路新建道路 PPP 项目	阿勒泰市交通运输局	2016.10.28	新疆交建阿勒泰茂峰管理有限公司	80%	是	4.25	3.40	3.00	0.09	0.77	0.77	--	政府付费	7.00	2+10	无	3.65	3.65

编号	项目情况	项目名称	最终业主方	合同签订日期	SPV 公司名称	公司持股比例	是否并表	项目总投资额	项目公司债权债务融资		项目资本金			项目建设投资补助	付费模式	项目收益率(%)	建设期+运营期	项目入库情况	对应建安合同金额	已经产生的建安费用
									债权融资总额	已获得项目贷款金额(批复金额)	政府方出资	新疆交建总出资	其中:新疆交建已出资							
6	暂停(可能取消)	阿勒泰市至禾木(吉克普林)公路PPP项目合同	阿勒泰市交通运输局	2017.6.18	新疆新交建阿禾公路项目管理有限公司	90%	是	34.89	27.91	--	0.70	6.28	--	--	政府付费	6.00	3+27	无	未签订	0.03
7	2020年9月已签订终止协议	沙湾县农村饮水安全巩固堤工程PPP项目	沙湾县水利局	2017.9.6	新疆交通建设集团沙湾水利工程有限公司	90%	是	1.39	0.97	--	0.04	0.38	0.05	--	可行性缺口补助	6.85	1+19	财政部库	0.70	0.01
合计								144.84	88.61	32.69	14.72	24.01	11.22	17.53	--	--	--	--	75.41	42.03
剔除已签订终止协议项目后合计								143.45	87.64	32.69	14.68	23.63	11.17	17.53	--	--	--	--	74.71	42.02

注 1: 根据新疆交建提供的数据绘制。

注 2: 项目建设投资补助为车购税补贴政府方出资资本金后仍富余额的车购税补助, 对于项目建设投资补助较大的项目, 银行项目贷放贷意愿更强。

注 3: 原暂停执行的 G216 北屯至富蕴公路工程 PPP 项目、乌鲁木齐市城北主干道机场高速互通立交工程 PPP 项目、G3018 线精河-阿拉山口公路工程建设 PPP 项目和阿勒泰市市区至火车站道路新建道路 PPP 项目均已正常复工或运营。

附录五：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年
资产总额 [亿元]	89.69	101.35	109.96	120.73
货币资金 [亿元]	15.45	18.59	16.68	21.52
刚性债务[亿元]	25.44	29.74	44.29	51.21
所有者权益 [亿元]	15.73	24.99	27.07	31.01
营业收入[亿元]	71.24	53.51	59.51	18.72
净利润[亿元]	2.63	3.65	1.84	1.00
EBITDA[亿元]	4.49	6.16	4.33	—
经营性现金净流入量[亿元]	-12.73	-3.37	-16.08	0.68
投资性现金净流入量[亿元]	-0.73	-0.15	0.59	-1.86
资产负债率[%]	82.47	75.35	75.38	74.31
权益资本与刚性债务比率[%]	61.82	84.02	61.11	60.55
流动比率[%]	122.45	116.16	132.95	141.82
现金比率[%]	28.03	27.56	30.06	38.19
利息保障倍数[倍]	3.83	3.30	2.27	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	193.00	378.61	316.43	—
毛利率[%]	9.76	10.29	9.31	4.36
营业利润率[%]	4.52	8.41	4.26	6.70
总资产报酬率[%]	6.23	5.86	3.28	—
净资产收益率[%]	18.17	17.91	7.08	—
净资产收益率*[%]	17.90	18.86	8.04	—
营业收入现金率[%]	58.82	118.31	114.75	164.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-29.49	-5.14	-25.98	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.31	-4.68	-19.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.33	3.64	2.83	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.34	0.22	—

注：表中数据依据新疆交建经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。