

江苏中泰桥梁钢构股份有限公司
2012 年 2.5 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：周治

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

江苏中泰桥梁钢构股份有限公司 2012 年 2.5 亿元 公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：53 个月

债券剩余规模：2.5 亿元

评级日期：2013 年 06 月 06 日

评级结论：

首次评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：60 个月

债券规模：2.5 亿元

评级日期：2012 年 08 月 07 日

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”）2013年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AA，维持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 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
总资产(万元)	183,916.95	178,064.69	113,005.93	93,735.17
归属于母公司所有者权益(万元)	67,223.24	66,405.10	26,782.03	21,869.05
资产负债率	61.48%	60.68%	73.14%	73.00%
流动比率	1.73	1.79	1.07	1.02
速动比率	0.98	1.01	0.55	0.63
营业收入(万元)	16,005.81	76,044.89	91,435.35	69,194.20
营业利润(万元)	988.58	5,105.63	9,808.00	7,454.42
利润总额(万元)	989.87	5,348.75	9,748.09	7,448.19
综合毛利率	16.42%	16.67%	16.48%	17.23%
总资产回报率	-	4.98%	10.38%	9.52%
EBITDA(万元)	-	9,565.13	12,822.89	10,084.17
EBITDA 利息保障倍数	-	5.05	13.09	19.23
经营活动现金流净额(万元)	-9,465.62	-42,856.17	-3,560.13	7,845.27

注：计入财务费用的利息支出包括利息支出、票据贴现息和公司债券利息。

资料来源：公司审计报告及 2013 年第一季度财务报表

正面：

- 公司承担多项大型桥梁钢结构工程，目前在手订单较多，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；
- 受经济环境等因素影响，公司营业收入有所下降，盈利能力减弱；
- 桥梁钢构行业竞争激烈，存在一定下游企业占款现象；
- 公司客户集中度较高，易受特定客户经营状况影响；
- 公司运营资本需求较大，面临一定的资金压力；
- 公司应收账款集中度较高，面临一定的应收账款回收风险；
- 短期刚性负债规模较大，有一定的短期偿债压力；
- 钢材等主要原材料价格波动较大，在一定程度上对公司业绩构成影响；
- 公司期间费用增长，对公司盈利能力构成一定负面影响；
- 公司对筹资活动现金依赖较大，有一定的潜在风险。

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。

截至 2013 年 5 月 15 日，本期债券尚未到付息日。本期募集资金已全部用于补充流动资金、偿还公司债务，调整负债结构。

二、发行主体概况

截至 2013 年 03 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 2012 年 12 月 31 日，公司合并报表范围内子公司共计 3 家。2012 年公司新设中泰桥梁北美公司，纳入合并报表范围。

表1 截至2012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 3 月 31 日，公司总资产 183,916.95 万元，归属于母公司的所有者权益 67,223.24 万元，资产负债率 61.48%。2013 年 1-3 月份，公司实现营业收入 16,005.81 万元，

利润总额 989.87 万元，经营活动现金流净额-9,465.62 万元。2012 年度，公司实现营业收入 76,044.89 万元，实现利润总额 5,348.75 万元，经营活动产生现金流净额-42,856.17 万元。

三、经营与竞争

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。2011 年以来公司钢结构工程收入情况如下表。

表2 2011-2013年1-3月公司营业收入情况（单位：万元）

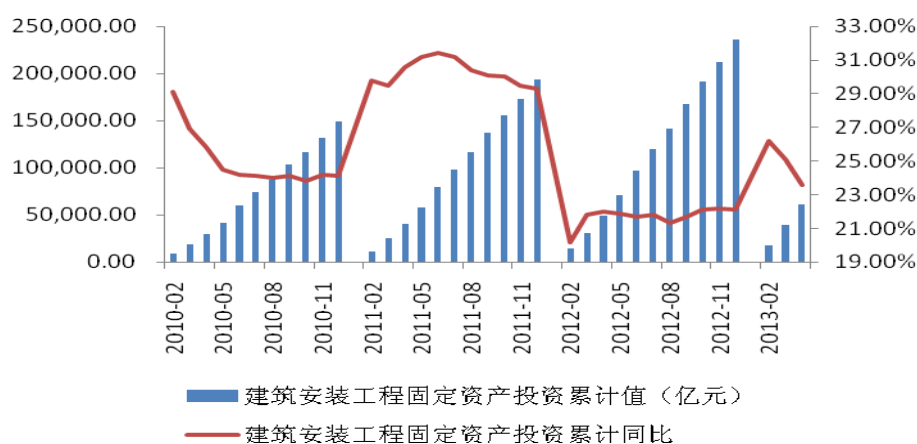
项目	2013 年 1-3 月		2012 年		2011 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
钢结构工程收入	16,005.81	16.42%	76,044.89	16.67%	91,435.35	16.48%

资料来源：公司年报及 2013 年第一季度财务报告

受经济环境影响及自身建设影响，公司营业收入下降

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，公司参与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。公司下游市场受宏观经济环境和经济政策影响较大。2012 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，其中 2012 年我国建筑安装工程固定资产投资完成 23.64 万亿，同比增长 22.10%，增速下降 7.2 个百分点。2013 年第一季度建筑安装工程固定资产投资增长仍处于同期较低水平。

图1 2010 年以来我国建筑安装工程固定资产投资情况



资料来源：Wind

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。2012 年以来，国家宏观经济下行压力加大、建筑安装工程固定资产投资放缓。受此影响，部分工程建设进度延迟，导致公司收入下降。另外，为保证公司发展和产能扩张的需要，公司“年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目”按照计划实施，公司原有胎架场地被占用；同时，公司单体桥梁钢结构业务规模逐步增大，海外桥梁钢结构业务逐步实施，导致对于场地空间的占用较大，造成厂区场地空间相对拥挤；导致公司生产能力受到影响。

受以上因素影响，公司 2012 年全年钢构完工量 7.7 万吨，较 2011 年下降 15.38%；2012 年钢结构收入 76,044.89 万元，同比下降 16.83%，2013 年 1-3 月钢构收入 16,005.81 万元，同比下降 26.11%。但公司毛利率相对稳定。

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，2012 年公司前五大客户销售收入占公司销售收入的 70.05%。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3 2012年公司前五大客户情况（单位：万元）

序号	客户名称	销售额	占销售总额比例
1	江西省交通运输厅福银高速九江长江公路大桥项目建设办公室	19,164.33	25.20%
2	路桥集团国际建设股份有限公司	11,799.79	15.52%
3	Gammon-Construtora Cidade-Tensacciai Joint Veniure	10,128.64	13.32%
4	中交第二公路工程局有限公司	6,560.26	8.63%
5	中铁宝桥集团有限公司	5,614.48	7.38%
合计	-	53,267.49	70.05%

资料来源：公司年报

公司具备一定的生产规模，订单不断增长，未来业务的保障性较好；在建项目有助于增强公司竞争力

跟踪期内，受“年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目”建设的影响，公司实际产能有所下降。但整体上公司生产能力仍维持在较高的水平，2012 年钢构完工量为 7.7 万吨。为了进一步增强公司的市场竞争力，扩大生产规模，提升利润水平，公司目前主要的在建项目为“年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目”（公司上市募投项目）。该项目总投资 31,522.76 万元。计划新建桥梁钢结构冷加工车间、机加工车间、总拼装车间，同时建设钢箱梁存放和运输

轨道基础设施，配备先进的钢箱梁、钢桁梁、钢塔柱生产设备、组装起重设备等。截至 2012 年底已完成投资 11,337.63 万元，预计 2015 年 3 月可达到使用状态。公司的装备目前处于国内一流水平，届时公司桥梁钢结构年工程业务能力将在现有基础上新增 8 万吨，提升至 16 万吨，同时在产品质量和生产效率方面有所提高，有助于提高公司市场竞争力。

公司依靠自身在生产规模，企业资质及资金方面的实力，承接了大量的桥梁钢结构建设项目。近年来，钢结构工程行业竞争激烈，各钢结构生产企业运作模式逐渐成熟。因此在招投标过程中大部分采用包含钢材采购的报价方式，目前公司自购钢材项目占承接项目的绝大部分。2012 年至 2013 年 4 月，公司新增主要钢结构项目量约 11 万吨，较上年有所增长。目前公司在建拟建桥梁项目工程量较大，公司订单量较为充足，且新订单不断增长，公司业务未来的持续性较好。

表4 2012年以来公司新增主要钢结构项目情况（单位：吨）

序号	工程名称	制作工程量
1	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
2	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	3,210
3	苏州斜港大桥 XF-II-XJ 标项目	20,347
4	涡河三桥钢塔定作、安装工程	2,200
5	南通钢栈桥制作运输工程	10,400
7	郑州市三环路快速化工程 BT 项目	4,879
8	嘉闵高架路南延伸新建工程 JMN1-3 标	3,273
10	罗文大桥主桥钢结构制造工程	6,002
11	嘉闵高架 JMB1-4 标钢箱梁工程	2,200
12	苏州中环快速路工程高新区段二标段钢箱梁及钢护栏施工工程	4,514
13	横琴二桥主桥钢结构制造加工、运输工程	24,400
14	广西梧州西江四桥	12,000
15	东营市东三路河工程北外环桥钢结构制作工程	4,511
16	其他低于 2000 吨项目小计	8,758
合计		110,246

资料来源：公司年报

跟踪期内经济环境不佳以及承建项目增加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

公司业务特点决定了其对运营资本投入需求较大。主要体现在原材料采购库存以及工

程应收款方面。

公司钢结构业务主要成本为原材料成本和劳务分包成本，其中原材料成本占比约为 50%-60%，劳务分包成本占比约为 30%-40%，钢材是公司生产的主要材料，辅材主要为涂料、焊材等。行业特点导致在钢材采购过程中占用企业大量资金，随着公司采购量的增加，预付款及存货规模相应增长。2012 年公司在存货方面投入资金约 2.3 亿元左右。存货的资金压力，在一定程度上制约了公司业务规模扩大的速度。

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，业主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，主要是依靠公司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。2011-2013 年 1-3 月份，公司业务毛利率相对稳定，基本维持在 16.50%左右。

工程付款方面，一般先向公司支付 10-30%的材料款，待材料入库检验合格后，支付 60-85%的材料款。由于公司业务性质决定钢材等原料成本占生产成本的主要部分，导致公司在承建项目增加的同时，垫资规模逐渐加大。一方面原因钢材等原材料采购规模增加；另一方面，2012 年由于经济下行压力加大，部分工程建设项目工期延迟，付款周期延长，导致公司资金占用规模增加，2012 年末公司经营应收项目占用资金增加约 2 亿元左右。

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，截至 2012 年底，公司在建桥梁项目涉及合同金额约 20 亿元。承建项目使公司面临一定的资金压力。

主要原料价格波动，增加公司对工程成本控制和管理难度，在一定程度上对公司经营业绩构成影响

公司一般通过投标承包桥梁钢结构工程，签订合同后根据工程项目的需求采购主要原材料，安排组织生产。公司主要原材料为各种材质、规格和型号的钢材。占材料成本的 80%-90%。

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、合同签订至钢材采购存在一定的周期，考虑到目前钢材价格波动较大，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。

图 2 2009 年以来钢材普通中板价格变化情况



资料来源：Wind

公司资质较为齐全，技术研发方面有一定的优势

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。

同时公司注重研发，跟踪期内，公司申报国家技术专利 18 项，研发项目江阴科技局备案 15 项，申报高新技术产品 7 项；2012 年 6 月关于超重超长大节段滚装上船、桥位抛锚定位技术申报了泰州市科技进步奖；2012 年 7 月公路大桥扁平流线箱型梁申报无锡名牌、江苏名牌等。

2012 年公司加大新增 8 万吨产能扩建项目的实施。购置生产线、制作设备、焊接设备等生产设备和运输设备等。公司装备更新完成后，产品质量得到极大的保证，生产周期将明显加快，满足各种生产需求和临时大规模作业的需要。公司产能扩建完成后，公司的装

备将达到国内领先水平。

四、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(北京)有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年的审计报告及 2013 年 1-3 月财务报表,财务报表均按照新会计准则编制。

截至 2012 年 12 月 31 日,纳入公司合并报表范围的子公司共计 3 家,其中 2012 年度公司合并报表范围内增加 1 家子公司,为中泰桥梁北美公司。

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,整体资产质量较好

截至 2013 年 3 月 31 日,公司总资产规模 183,916.95 万元,较 2011 年末显著增长,主要是公司承接的建设项目增长,运营资本投入增加所致。公司所从事钢构业务,运营资本投入较大,流动资产占公司资产的绝大多数。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。截至 2012 年 12 月 31 日,公司货币资金余额为 39,608.55 万元,其中 8,814.72 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。从账龄来看,一年以内的应收账款占 73.38%,一至二年的应收账款占 11.81%。从应收对象来看,主要是应收江西省交通运输厅福银高速九江长江公路大桥项目建设办公室、中交二公局杭新景高速公路延伸线(之江大桥)工程第一施工项目部的工程款,公司前五名应收账款对象占应收账款的 44.35%,应收对象较为集中,如主要应收对象出现经营困难,应收账款面临损失较大,公司存在一定的应收账款回收风险。预付款主要是预付材料供应商的采购款,2013 年 3 月,公司预付款项增加较大,主要是印度桥项目、苏州斜港大桥等项目建设导致公司采购材料增加所致。公司存货主要是工程施工和原材料。随着公司承建项目规模增长、单体项目体量增加,存货中未结算在施工程的

余额以及新承接未施工项目主要材料储备增加。由于公司按照合同施工，基本无存货跌价风险。非流动资产主要为生产施工设备和构筑物等固定资产。

总体来看，公司资产增长较快，且以流动资产为主，整体资产质量较好。

表5 2011-2013年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	152,514.41	82.93%	148,648.97	83.48%	87,865.61	77.75%
货币资金	29,398.90	15.98%	39,608.55	22.24%	21,880.33	19.36%
应收账款	24,983.60	13.58%	30,196.98	16.96%	19,044.52	16.85%
预付款项	27,914.71	15.18%	10,557.95	5.93%	3,126.05	2.77%
存货	66,344.43	36.07%	64,898.00	36.45%	42,245.29	37.38%
非流动资产合计	31,402.54	17.07%	29,415.73	16.52%	25,140.32	22.25%
固定资产	19,491.12	10.60%	19,937.08	11.20%	18,533.99	16.40%
资产总计	183,916.95	100.00%	178,064.69	100.00%	113,005.93	100.00%

资料来源：审计报告及2013年第一季度财务报表

盈利能力

跟踪期内，受经济环境影响，公司盈利水平有所下降

跟踪期内，受经济环境影响，公司工程结算收入有所下降，2012年公司实现营业收入76,044.89万元，同比下降16.83%，2013年第一季度公司实现营业收入16,005.81万元，同比下降26.11%。虽然目前桥梁钢构行业竞争激烈，公司凭借其生产技术、以及规模上的优势，保持了毛利率稳定。

期间费用方面，2012年公司管理费用支出增加，期间费用率有所提高，主要是上市费用及研发费用增加所致。公司一直重视科技创新与产品研发投入，2012年管理费用与工程施工中列支的技术研发费用为4,739.49万元。公司负债规模增加，未来财务费用支出增加，期间费用规模加大，对公司盈利能力构成一定负面影响。

在上述因素综合影响下，公司营业利润和利润总额有不同程度的下降。同时，随着公司资产规模扩大，总资产回报率下降。总体来看，在当前经济环境的影响下，公司盈利能力有所减弱。

表6 2011-2013年1-3月公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
营业收入	16,005.81	76,044.89	91,435.35

营业利润	988.58	5,105.63	9,808.00
利润总额	989.87	5,348.75	9,748.09
净利润	824.49	4,524.74	7,379.00
综合毛利率	16.42%	16.67%	16.48%
期间费用率	10.03%	7.23%	4.10%
总资产回报率	-	4.98%	10.38%

资料来源：审计报告及 2013 年第一季度财务报表

现金流

公司承建项目较多，投资规模较大，公司面临一定的资金压力

跟踪期内，公司盈利能力减弱，2012 年实现净利润 4,524.74 万元，同比下降 38.68%。受此影响，公司经营所得现金（FFO）有所减少，公司现金生成能力弱化。在净利润减少的同时，公司承建项目规模继续扩大，为了保持一定的利润水平，公司垫资规模相应增加，运营资本投入不断增长。2012 年公司经营活动现金流表现为净流出 42,856.17 万元，考虑到近年来公司经营情况，未来承建项目建设资金投入仍有较大需求，公司面临一定的资金压力。

公司投资活动主要是用于构建固定资产投资资金流出。目前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 2012 年底完成投资 11,337.63 万元。

筹资活动方面，2012 年公司公开发行股票，同时增加银行借款及公开发行公司债券，筹资活动现金净流入 66,117.90 万元，为公司扩大业务规模，项目建设及固定资产投资提供了重要支持。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，公司现金生成能力减弱。目前公司承建项目投入规模加大，面临一定的资金压力。

表7 2011-2012年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	4,524.74	7,379.00
非付现费用	3,668.50	2,608.12
非经营损益	594.97	551.41
FFO	8,788.21	10,538.54
营运资本变化	-51,626.29	-14,098.66

其中：存货减少（减：增加）	-22,652.71	-15,142.94
经营性应收项目的减少（减：增加）	-20,123.35	1,523.87
经营性应付项目增加（减：减少）	-8,850.23	-479.59
经营活动现金流量净额	-42,856.17	-3,560.13
投资活动的现金流量净额	-6,729.65	-3,952.57
筹资活动产生的现金流量净额	66,117.90	13,676.23

资料来源：审计报告

资本结构与财务安全性

公司财务结构有所改善，短期刚性负债规模较大，有一定的短期偿债压力

2012 年，公司公开发行股票，使得公司资本实力得到加强。截至 2013 年 3 月 31 日公司所有者权益合计 70,840.55 万元，较 2011 年底显著增长。负债方面，2012 年公司公开发行 2.5 亿元公司债券，同时增加银行借款满足资金需求。截至 2013 年 3 月 31 日公司负债合计 113,076.41 万元，财务结构有所改善。

公司负债主要由流动负债构成，包括短期借款、应付票据、应付账款和预收款项。短期借款主要是信用、抵押和保证借款。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。2012 年行业环境恶化，同时公司资金压力加大，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 3 月 31 日公司应付票据余额为 30,407.84 万元。预收款项主要为预收客户的工程预付款，受宏观经济环境影响以及市场竞争需要，公司在部分项目的招投标中降低预收款比例，导致 2012 年预收款规模下降，2013 年 3 月随着承建规模扩大，预收款规模有所增加。

非流动负债主要由应付债券构成，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 3 月 31 日账面余额为 24,706.54 万元。

截至 2012 年 3 月 31 日公司短期刚性负债（短期借款和应付票据）规模合计 64,607.84 万元，占负债总额的 57.14%，规模较大，有一定的短期偿债压力。总体来看，公司财务结构有所改善，短期刚性负债规模较大，有一定的短期偿债压力。

表8 2011-2013年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	88,048.86	77.87%	83,035.34	76.85%	82,422.37	99.72%
短期借款	34,200.00	30.25%	29,700.00	27.49%	19,945.70	24.13%

应付票据	30,407.84	26.89%	22,221.65	20.57%	14,421.75	17.45%
应付账款	9,078.01	8.03%	19,669.51	18.20%	34,616.09	41.88%
预收款项	12,680.75	11.21%	10,089.41	9.34%	11,812.38	14.29%
非流动负债合计	25,027.54	22.13%	25,013.14	23.15%	227.80	0.28%
应付债券	24,706.54	21.85%	24,692.14	22.85%	-	-
负债合计	113,076.41	100.00%	108,048.48	100.00%	82,650.17	100.00%

资料来源：审计报告及 2013 年第一季度财务报表

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。2012 年 3 月公司公开发行股票成功，货币资金和股东权益大幅增加，2012 年 10 月公开发行公司债券，负债结构有所改善。截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 61.48%，流动比率和速动比率分别为 1.73 和 0.98，有所改善。利息保障倍数方面，则因公司利润下降影响，有所降低。

表9 2011-2013年3月主要偿债指标情况

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	61.48%	60.68%	73.14%
流动比率	1.73	1.79	1.07
速动比率	0.98	1.01	0.55
EBITDA（万元）	-	9,565.13	12,822.89
EBITDA 利息保障倍数	-	5.05	13.09

资料来源：审计报告及 2013 年第一季度财务报表

五、评级结论

2012年我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增长放缓，基础设施建设行业受到影响。桥梁钢构行业竞争激烈，部分项目工期延长，钢构企业资金投入增加，业内企业经营压力加大。

跟踪期内，受经营环境及公司自身建设影响，营业收入和钢构完工量皆有所下降，公司经营压力增加。对此，公司发挥其生产技术等方面的优势，放宽信用条件增加垫资规模等方式，保持了较好的毛利率水平。但受到收入规模影响，公司利润总额和净利润有不同程度的下滑。考虑到公司规模较大以及业务持续性较好，随着未来经济环境转好，公司经营情况有望改善。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA 级，维持本期债券信用等级 AA

级，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	29,398.90	39,608.55	21,880.33	17,731.78
应收票据	390.00	261.11	711.16	620.00
应收账款	24,983.60	30,196.98	19,044.52	12,634.05
预付款项	27,914.71	10,557.95	3,126.05	10,663.66
其他应收款	3,482.78	3,126.37	858.26	1,332.09
存货	66,344.43	64,898.00	42,245.29	27,102.36
流动资产合计	152,514.41	148,648.97	87,865.61	70,083.94
固定资产	19,491.12	19,937.08	18,533.99	18,894.05
在建工程	7,154.18	4,691.69	1,754.36	-
无形资产	4,232.97	4,258.92	4,329.53	4,421.12
递延所得税资产	524.28	528.03	522.44	336.06
非流动资产合计	31,402.54	29,415.73	25,140.32	23,651.22
资产总计	183,916.95	178,064.69	113,005.93	93,735.17
短期借款	34,200.00	29,700.00	19,945.70	5,000.00
应付票据	30,407.84	22,221.65	14,421.75	23,252.00
应付账款	9,078.01	19,669.51	34,616.09	14,255.75
预收款项	12,680.75	10,089.41	11,812.38	26,819.08
应付职工薪酬	57.13	92.28	104.08	89.81
应交税费	-608.60	-745.41	704.79	-1,111.35
应付利息	800.25	368.98	-	-
其他应付款	1,433.48	1,638.93	817.57	123.12
流动负债合计	88,048.86	83,035.34	82,422.37	68,428.41
应付债券	24,706.54	24,692.14	-	-
预计负债	-	-	77.80	-
其他非流动负债	321.00	321.00	150.00	-
非流动负债合计	25,027.54	25,013.14	227.80	-
负债合计	113,076.41	108,048.48	82,650.17	68,428.41
实收资本(或股本)	15,550.00	15,550.00	11,650.00	11,650.00
资本公积金	33,994.34	33,994.34	1,708.21	1,708.21
盈余公积金	2,288.48	2,207.91	1,680.17	1,022.27
未分配利润	15,390.77	14,653.04	11,743.65	7,488.57
外币报表折算差额	-0.35	-0.19	-	-
归属于母公司所有者权益合计	67,223.24	66,405.10	26,782.03	21,869.05

少数股东权益	3,617.31	3,611.12	3,573.73	3,437.70
所有者权益合计	70,840.55	70,016.21	30,355.76	25,306.76
负债和所有者权益总计	183,916.95	178,064.69	113,005.93	93,735.17

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业总收入	16,005.81	76,044.89	91,435.35	69,194.20
营业收入	16,005.81	76,044.89	91,435.35	69,194.20
营业总成本	15,017.23	70,936.28	81,627.34	61,744.03
营业成本	13,377.63	63,371.65	76,370.07	57,274.03
营业税金及附加	48.78	721.84	992.58	828.98
销售费用	155.17	269.02	231.63	205.18
管理费用	707.69	4,351.71	2,637.36	2,475.66
财务费用	743.20	875.05	882.57	490.83
资产减值损失	-15.23	1,347.03	513.14	469.36
投资净收益	-	-2.98	-	4.26
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-2.98	-	-
营业利润	988.58	5,105.63	9,808.00	7,454.42
加：营业外收入	2.00	255.09	36.49	8.96
减：营业外支出	0.71	11.97	96.41	15.20
其中：非流动资产处置净损失	-	7.23	8.10	15.20
利润总额	989.87	5,348.75	9,748.09	7,448.19
减：所得税	165.38	824.02	2,369.08	1,816.58
净利润	824.49	4,524.74	7,379.00	5,631.60

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 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	18,599.57	49,675.16	64,679.45	56,408.08
收到的税费返还	-	10.28	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	2.12	417.58	1,457.87	569.96
经营活动现金流入小计	18,601.69	50,103.03	66,137.32	56,978.04
购买商品、接受劳务支付的现金	26,229.20	84,817.18	61,764.80	41,740.94
支付给职工以及为职工支付的现金	685.06	2,098.39	1,648.15	1,458.27
支付的各项税费	376.56	2,555.01	5,081.36	3,803.16
支付其他与经营活动有关的现金	776.49	3,488.61	1,203.14	2,130.40
经营活动现金流出小计	28,067.31	92,959.20	69,697.45	49,132.77
经营活动产生的现金流量净额	-9,465.62	-42,856.17	-3,560.13	7,845.27
投资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
收回投资收到的现金	-	-	-	41.96
取得投资收益收到的现金	-	-	-	4.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	20.22	3.00	-
收到其他与投资活动有关的现金	258.59	1,103.03	224.76	129.75
投资活动现金流入小计	258.59	1,123.26	227.76	175.96
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,979.60	7,849.93	4,180.34	1,624.71
投资支付的现金	-	2.98	-	-
投资活动现金流出小计	4,979.60	7,852.90	4,180.34	1,624.71
投资活动产生的现金流量净额	-4,721.01	-6,729.65	-3,952.57	-1,448.75
筹资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	-	36,186.13	-	326.41
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	-	326.41
取得借款收到的现金	13,500.00	46,350.00	27,395.70	14,950.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	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	13,500.00	107,216.13	29,404.03	15,276.41
偿还债务支付的现金	9,000.00	36,595.70	12,450.00	11,550.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	503.94	3,297.83	3,201.63	2,193.24

支付其他与筹资活动有关的现金	1,238.89	1,204.70	76.17	6,360.75
筹资活动现金流出小计	10,742.83	41,098.23	15,727.80	20,103.99
筹资活动产生的现金流量净额	2,757.17	66,117.90	13,676.23	-4,827.58
汇率变动对现金的影响	-0.15	38.06	-6.65	-
现金及现金等价物净增加额	-11,429.62	16,570.15	6,156.87	1,568.94
期初现金及现金等价物余额	30,800.53	14,223.69	8,066.82	6,497.88
期末现金及现金等价物余额	19,370.92	30,793.83	14,223.69	8,066.82

附录三-2 现金流量补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	4,524.74	7,379.00	5,631.60
加：资产减值准备	1,347.03	513.14	469.36
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,219.09	1,997.45	2,031.48
无形资产摊销	102.39	97.54	80.10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.28	8.10	-
固定资产报废损失	-	-	15.20
财务费用	796.02	729.69	276.64
投资损失	2.98	-	-4.26
递延所得税资产减少	-202.75	-186.38	-36.02
存货的减少	-22,652.71	-15,142.94	-1,208.35
经营性应收项目的减少	-20,123.35	1,523.87	-12,711.58
经营性应付项目的增加	-8,850.23	-479.59	13,301.08
经营活动产生的现金流量净额	-42,856.17	-3,560.13	7,845.27
现金的期末余额	30,793.83	14,223.69	8,066.82
减：现金的期初余额	14,223.69	8,066.82	6,497.88
现金及现金等价物净增加额	16,570.15	6,156.87	1,568.94

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)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应票据款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。