

信用等级公告

联合[2013] 073 号

联合资信评估有限公司通过对华通路桥集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

华通路桥集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年一月二十二日



华通路桥集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 1 月 22 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	58.56	71.48	82.95	94.51
所有者权益(亿元)	26.24	30.26	39.74	42.53
长期债务(亿元)	0.61	3.44	6.32	12.88
全部债务(亿元)	16.37	22.59	26.86	35.38
营业收入(亿元)	25.32	33.34	33.52	23.56
利润总额(亿元)	5.28	6.09	6.12	3.54
EBITDA(亿元)	6.74	8.49	9.94	--
营业利润率(%)	28.34	29.33	30.16	29.35
净资产收益率(%)	15.23	15.32	11.72	--
资产负债率(%)	55.19	57.67	52.08	55.00
全部债务资本化比率(%)	38.41	42.75	40.33	45.41
流动比率(%)	155.36	152.77	182.68	191.02
全部债务/EBITDA(倍)	2.43	2.66	2.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.41	5.89	3.36	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

李洁 高景楠

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对华通路桥集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为区域性建筑及煤炭行业龙头企业,已初步形成多元化的协同发展格局,盈利能力符合行业特点;同时联合资信也关注到公司在治理结构、管理模式等方面存在的不足,以及资产流动性一般、对外担保比率较高等对公司经营及信用水平带来的负面影响。

未来,随着公司各业务板块协同作用的进一步发挥以及煤炭技改项目完成带来的煤炭产量的增加,公司营业收入及利润总额有望增长,竞争实力有望进一步增强,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在山西阳泉地区建筑及煤炭业务获取方面具有一定的地域优势。
2. 公司已形成以路桥施工及煤炭开采为主,房地产、建材等业务为辅的多元化经营格局,各板块业务协同作用初步显现。
3. 公司整体盈利能力较强,债务负担适宜。

关注

1. 受煤矿技改的影响,公司2012年煤炭产量下降幅度较大,盈利水平受到一定影响。
2. 公司应收款项及存货在流动资产中占比较大,资产流动性受到一定影响。
3. 公司对外担保比率较高,存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华通路桥集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华通路桥集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华通路桥集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华通路桥集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华通路桥集团有限公司主体长期信用等级自 2013 年 1 月 22 日至 2014 年 1 月 21 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

华通路桥集团有限公司(以下简称“公司”)成立于1998年8月,系由王国瑞、孟庆勋、杨敬典、李国存、王炳臣五位自然人共同出资设立的民营企业。截至2012年9月底,公司注册资本7亿元,全部为货币出资,其中,公司法人代表及董事长王国瑞先生持股60.25%,为公司实际控制人。公司股东名称及股本结构见表1。

表1 截至2012年9月底公司股权结构

股东姓名	注册资金	
	出资额(万元)	出资比例(%)
王国瑞	42174.10	60.25
孟庆勋	8532.82	12.19
杨敬典	8532.82	12.19
李国存	5236.84	7.48
王炳臣	5523.42	7.89
合计	7000.00	100

资料来源:公司提供

公司经营范围:许可经营项目:承揽公司《施工企业资质证书》核定范围内的公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程、桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公路路基工程、其中设备安装工程、预拌商品混凝土(上述许可至2014年11月28日),公司资质证书核定范围内的道路、桥梁、市政、建筑工程及建筑材料、刚才、沥青质量检测、试验(许可至2014年4月15日),承包国外工程项目,对外派遣上述境外工程所需的劳务人员,道路普通货物运输(许可至2014年12月5日)。一般经营项目:商品混凝土销售,铝合金、塑钢门窗加工,不锈钢制作,设备租赁,零售烟。(以下项目仅限分支机构经营)通过公路批发煤炭,制造、销售水泥,制造商品混凝土。

公司内部设立有综合办公室部、审计部、质安部、人力资源部、财务部、工程部、路桥管理部、物资部及后勤管理9个职能部门及一个中心实验室。

截至2011年底,公司(合并)资产总额82.95亿元,所有者权益39.74亿元(含少数股东权益

4.30亿元);2011年公司实现营业收入33.52亿元,利润总额6.12亿元。

截至2012年9月底,公司(合并)资产总额94.51亿元,所有者权益42.53亿元(含少数股东权益0.51亿元);2012年1-9月公司实现营业收入23.56亿元,利润总额3.54亿元。

公司注册地址:山西省阳泉市南大西街188号;法定代表人:王国瑞。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据,2012年1-9月GDP实现353480亿元,同比增长7.7%。2012年1-9月份,固定资产投资(不含农户)256933亿元,同比增长20.5%,比1-8月份提高0.3个百分点,而其中中央项目投资同比增长2.3%;地方项目投资同比增长21.8%。1-9月,全国房地产

开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增长20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行2次下调存款准备金率，并2次下调金

融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域经济环境

1. 区域经济环境

公司注册地为山西省。根据《山西省2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年，山西省生产总值11100.2亿元，比上年增长13.0%。其中，第一产业增加值641.4亿元，增长5.9%，占生产总值的比重为5.8%；第二产业增加值6577.8亿元，增长16.5%，占生产总值的比重为59.2%；第三产业增加值3880.9亿元，增长8.6%，占生产总值的比重为35.0%。第三产业中，金融保险业增加值489.4亿元，增长6.2%；

交通运输、仓储和邮政业增加值 736.3 亿元，增长 7.1%；批发和零售业增加值 846.7 亿元，增长 16.0%。

2011 年，山西省财政总收入 2260.6 亿元，比上年增长 24.9%。一般预算收入 1213.2 亿元，比上年增长 25.1%。税收收入 872.7 亿元，比上年增长 26.0%，其中国内增值税、营业税、企业所得税、个人所得税、资源税和城建税共计完成税收 775.3 亿元，比上年增长 25.1%。

2011 年，山西省原煤产量 8.7 亿吨，比上年增长 17.7%；发电量 2344.3 亿千瓦时，增长 9.0%。规模以上工业焦炭产量 9047.9 万吨，比上年增长 8.0%；钢材产量 3369.2 万吨，比上年增长 18.1%。全年全省建筑业实现增加值 674.0 亿元，比上年增长 8.5%。具有建筑业资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 51.9 亿元，增长 7.3%。

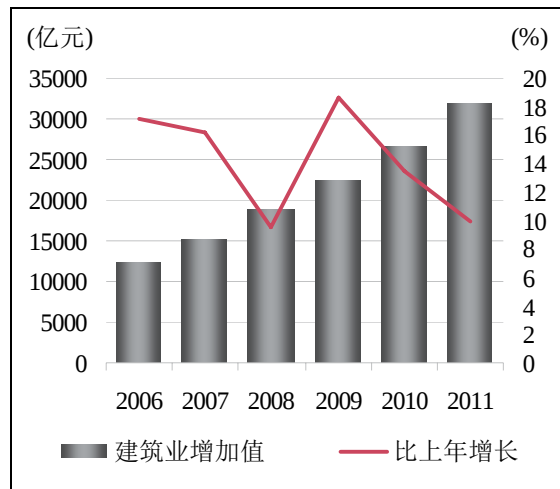
2011 年，山西省向省外运输煤炭 5.8 亿吨，增长 13.5%，外运煤炭占原煤产量 66.6%。在外运煤炭中，铁路运输 4.6 亿吨，增长 10.6%；公路运输 1.2 亿吨，增长 25.7%。向省外输送电力 683.5 亿千瓦时，下降 0.3%，外输电量占发电量 29.2%；向省外运输焦炭 6505.3 万吨，增长 6.3%，外运焦炭占焦炭产量 71.9%。

2. 建筑行业

(1) 建筑行业总体概况

2011 年在国家宏观经济调控背景下，受房地产、铁路等固定资产投资增速持续回落影响，建筑业增速亦相应放缓，但在国家保障房、水利建设等投资的支持下，建筑业整体上仍保持了 10% 的增速。据统计数据显示，2011 年全社会建筑业实现增加值 32020 亿元，同比增长 10.0%，增速较上年下降 3.5 个百分点；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 4241 亿元，增长 24.4%，其中国有及国有控股企业 1172 亿元，增长 36.0%。

图 1 2006~2011 年 中国建筑业增加值及增长率



资料来源：国家统计局

(2) 建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界 500 强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资企业	Shimizu (日本清水)	占有国内高端市场，主要优势在设计 and 工程管理，业务主要在总承包 (EPC)、项目管理承包 (MPC) 层面。
	Skanska (瑞典斯堪斯卡)	

其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业, 依靠中国巨大的廉价劳动力资源, 故能够长久持续生存。
----------	----	---

资料来源: 联合资信通过公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金, 加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式, 承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

(3) 建筑行业风险关注

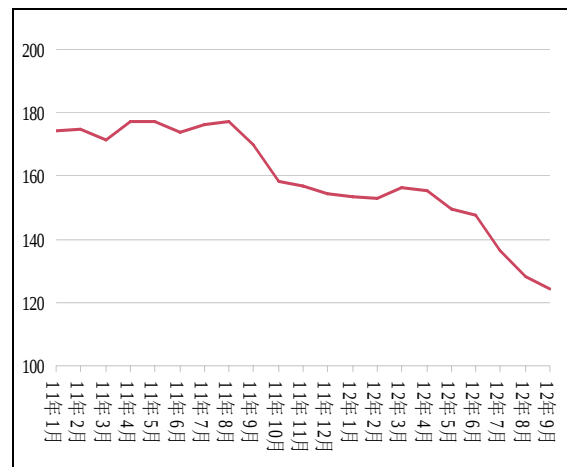
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期, 由于建筑市场发育上不完善, 体制和机制尚未完全理顺, 大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争, 导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治, 但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立, 导致整个建筑市场在此种竞争环境下, 毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的企业, 如钢铁行业、水泥行业等。2008 年, 受宏观经济增速放缓以及下游需求减弱影响, 钢材价格出现了深度调整, 大部分钢铁企业出现季度亏损。2009 年, 在国家一系列刺激经济政策的支持下, 钢铁行业逐步走出低谷, 产量恢复增长, 效益有所改观, 国内粗钢表观消费创历史新高。2010 年受欧洲债务危机、美国经济增速放缓、国内房地产行业调控等因素影响, 钢材价格上涨动力并不强劲。2011 年钢材价格呈现震荡下跌走势, 全年钢材价格走势可分为两阶段: 第一阶段是一季度至三季度前期, 钢材价格呈现震荡企稳的走势; 第二阶段是三季度后期至四季度, 钢材价格呈现大幅下跌后弱势震荡的走势。2012 年 1 季度, 中国钢材市场基本止跌企稳, 谷底小幅回升局面。2012 年 4 月份开始, 中国钢材价格大幅下滑。

图 2 钢材价格综合指数



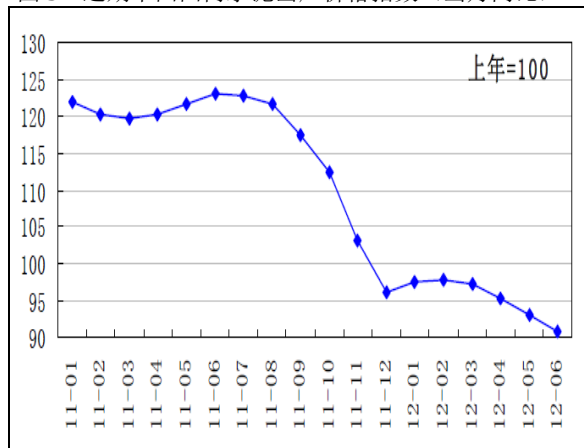
资料来源: Wind 资讯

水泥行业作为周期性很强的行业, 其价格与整个经济周期关系密切。近年来, 国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长, 带动了水泥需求较快增长, 中国水泥产销量逐年提高。受原材料价格下降和产能充分释放等因素的影响, 2009 年全国水泥平均价格较上年有所下降。2010 年上半年水泥价格仍在低位平稳运行。下半年以来, 在节能减排的大背景下, 华东南多省进行了限产限电、淘汰落后产能等措施, 刺激下半年水泥价格暴涨, 2010 年底, 水泥价格攀升至 540 元/吨的历史最高水平。2011 年前三季度, 水泥价格继续上涨, 全国水泥价格指数均高于上年同期, 在四季度, 价格则出现回落。

2012 年上半年, 由于水泥需求总体依然偏弱, 水泥供过于求的局面依然明显, 中国水泥平均价格基本呈现逐步下滑的态势。虽然各个省份的水泥龙头企业协同控制水泥价格持续下跌的局面, 但成效明显不足。2 季度, 全国水泥均价由 4 月初的 357.25 元/吨降至 6 月底的 328.92 元/吨; 水泥出厂价格指数由 4 月的 95.4 点持续下降至 6 月的 90.9 点。分区域来看: 2 季度, 只有东北区域的水泥价格一枝独秀, 价格不断上涨, 主要是由于该区域地理位置优越, 外来竞争者较少、竞争压力较低所致; 西北地区的水泥价格在 4 月初走高, 5 月中旬有所回

落，之后较为稳定，整体水平仅次东北位列第二；华北地区的水泥价格在 5 月初大幅跳水，之后持续走低；中南和华东地区的价格走势较为相同，基本呈下降趋势，中南地区价格水平略高于华东地区；西南地区价格水平排名末位，在 5 月下旬有小幅下调。

图 3 近期中国国内水泥出厂价格指数（当月同比）



资料来源：Wind 资讯

劳务费用方面，近年来，随着国家总体工资水平的上涨以及一些地方“民工荒”现象的出现，建筑业人工费用在不断上涨。

在建材行业原材料价格波动、通货膨胀以及建筑市场需求波动的影响下，建筑企业成本控制压力进一步加大，此外，建筑原材料的可替代性较小，建筑企业缺乏与上游原材料供应厂商的议价能力，大多数企业的产业链条不够完整，在很大程度上受制于上游厂商，进一步加大了企业的成本风险。另外，建筑业企业的管理成本、销售费用以及财务费用也在逐年增加，未来建筑业面临的成本风险较大。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（4）建筑行业发展趋势

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中国固定资产投资直接驱动行业增长。联合资信认为，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整也将处于灵活多变性。基于建筑行业与宏观经济的相关性高，基建投资疲软，以及房地产投资继续下滑，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，建筑企业经营压力较大；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

3. 煤炭开采行业

（1）行业总体概况

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 69%，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，未来中国能源供应以煤炭为主的格局在较长时间内无法改变。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

表 3 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

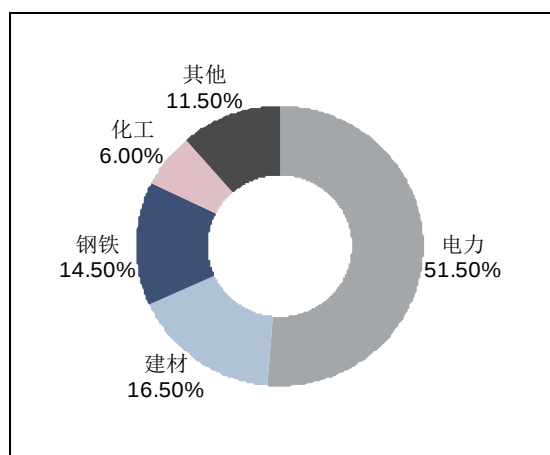
资料来源：中国安监总局，2007 年

由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

下游需求

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

图 4 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升。2010 年全年火电、生铁、水泥和合成氨产量累计同比分别增长 11.74%、7.42%、15.54%和-2.40%，受制于节能减排目标影响，地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象，导致短期内下游主要消费行业增速回落，煤炭需求下滑。2011 年第四季度开始，受宏观经济增速减缓影响，电力、钢铁、化工等高耗能行业产量增幅下滑，对煤炭需求形成抑制。总体看，煤炭作为宏观经济最上游的能源产业，长期经济增长是其下游需求的重要支撑，中国经济在未来 5~10 年仍有望维持温和增长趋势，持续拉动煤炭需求。

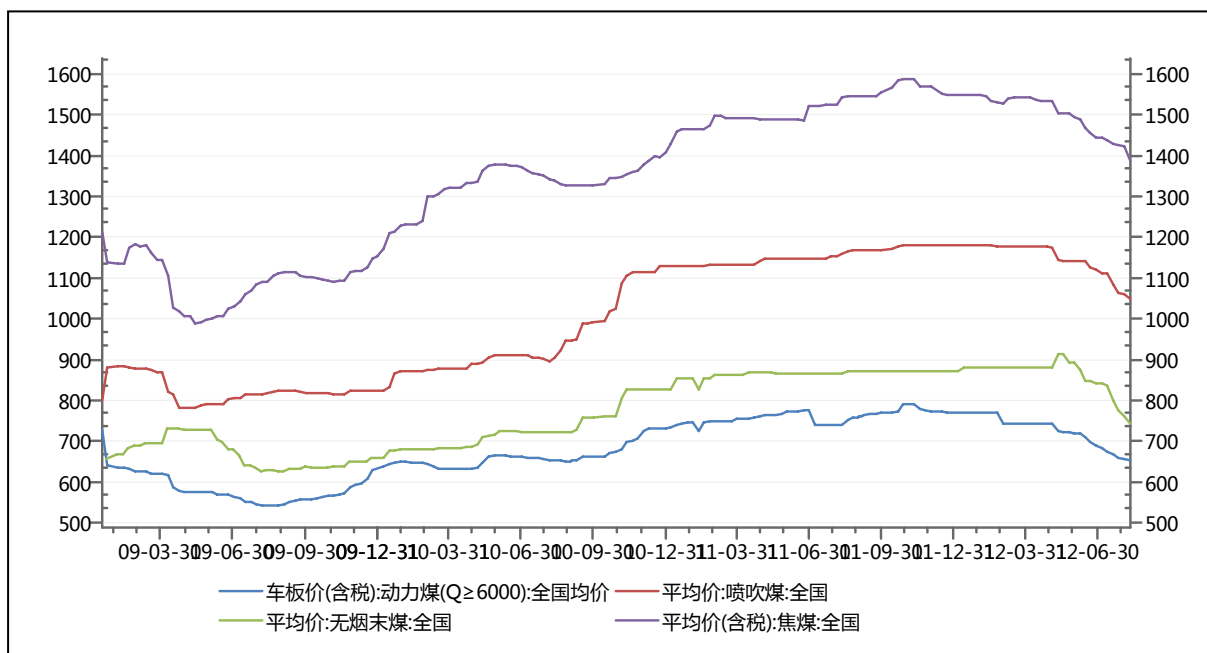
煤炭价格

2008 年，受国际原材料价格上升及国内中小煤矿整顿等影响，煤炭价格持续上涨，至 2008 年 8 月达到顶峰，随后受经济危机影响，房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓，导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少，价格大幅回落至 2008 年年初水平。2009 年 8 月起，随下游行业强劲反弹，煤炭价格显著回升。2010 年受制于节能减排冲刺阶段，第二、三季度煤炭价格低迷；四季度起，煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下，温和上升并创出经济危机后价格新高。进入 2011 年，煤炭价格延续温和上升趋势，2011 年第四季度起，受下游需求减缓及宏观经济预期下滑影响，煤炭价格结束上行，进入弱势整理期。2012 年第二季度，随着下游行

业原料煤库存水平逐渐饱和，以及国际市场煤炭价格大幅下滑影响，国内煤炭价格加速下行，截至 2012 年 7 月底，国内主要煤炭品种价格同比降幅均达到 20% 左右。

总体看，作为基础能源类产品，煤炭价格与国际国内宏观经济走势紧密相关。2012 年上半年受宏观经济减速及行业产能持续增长影响，国内煤炭价格出现明显回落，但总体上仍处于正常波动区间。未来几年西部地区新增煤炭产能集中释放，将对煤炭价格上升空间形成一定压制。长期来看，作为大宗能源商品，国民经济持续增长是煤炭价格上升的重要基本面，而长期通货膨胀也对大宗商品价格形成支撑，煤炭价格回落至 2008 年金融危机水平的可能性很小，预计未来煤炭价格仍将波动上行，但整体幅度将明显趋缓。

图 5 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

(2) 行业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’

规划”）出台。主要包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿

水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%,新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%,到2015年形成产能41亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%,东、中、西部产量分别占12%、35%和53%),产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨,规划铁路煤炭运力30亿吨,省际间煤炭调运量16.6亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨,规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

总体看,“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,中西部地区企业有望迎来快速发展期。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司的股东全部为自然人股东。王国瑞持有公司60.25%股权,孟庆勋、杨敬典分别持有公司12.19%的股权,王炳臣持有公司7.89%的股权,李国存持有公司7.48%的股权。

2. 企业规模

公司以路桥施工及煤炭开采为主营业务,并涉及房地产、建材等业务。公司拥有大、中型设备500余台套、自成立以来共建成大桥20余座,公路200余公里。公司具有多年的路桥施工经验,并拥有公路工程施工总承包、市政公用工程施工总承包、桥梁工程专业承包、隧道工程专业承包、公路路面工程专业承包、公路路基工程专业承包、房屋建筑工程施工总承

包、爆破工程专业承包、房地产开发等9个壹级专业资质,此外,公司还取得了对外承包工程经营权。公司在路桥施工方面建立了较完善的产业链,除拥有自己的施工队伍外,还拥有自己的运输队伍、爆破队伍、机械公司、机具库以及混凝土生产企业,在成本节约及产业协同方面具有较强的优势。

在煤炭业务方面,公司拥有山西平定古州卫东煤业(以下简称“卫东煤业”)、山西平定古州丰泰煤业(以下简称“丰泰煤业”)、山西平定古州陈家庄煤业(以下简称“陈家庄煤业”)、山西昔阳安顺北坪煤业(以下简称“北坪煤业”)等四个煤矿。公司对上述四个煤矿所持股权比例均为49%,但由于其经营决策、财务等均由公司完全控制,故纳入近三年合并报表范围。上述四个煤矿保有资源储量合计27226万吨,核定产能300万吨/年。前三个煤矿的开采方式为地下开采,北坪煤业的开采方式为露天开采。

综合看,公司建筑施工资质齐全、产业链较完善,施工能力较强;煤炭储量丰富,资源质量较好。公司综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司设置5名董事,5名监事,6名高级管理人员。公司董事长兼总经理王国瑞先生,具有丰富的路桥行业从业及企业管理经验。王国瑞先生在华通路桥成立前便带领施工队伍参与多个路桥建设工程。1998年,王国瑞先生创办华通路桥,并出任董事长兼总经理一职。

截至2012年9月底,公司共有员工29700人。从学历构成看,初中学历以下员工占比2.05%,高中及中专学历员工占比58.79%,大专以上学历员工占比39.16%;从职称看,具有初级职称的员工占比9.70%,具有中级职称的员工占比3.43%,具有高级职称的员工占比1.28%;从年龄构成看,30岁以下员工占比45.56%,30~50岁员工占比42.93%,50岁以上员工占比11.52%。

总体看，公司主要管理人员从业及管理经验丰富；具有一定学历及职称的员工占总人数的比例适宜，员工年龄多在 50 岁以下，员工知识结构及年龄结构基本符合施工企业特点。

4. 技术优势

公司技术领先，在路桥施工领域有良好表现。公司于 2006 年通过 ISO9000 体系的质量、环境、职业健康安全管理体系三个体系认证。自成立以来，共获省、市优质工程 12 余项，山西省科技进步奖一项，是山西省“建筑业综合实力 20 强”，山西省“百强企业”第 37 名，百强企业利润第十七名，多年被中国施工企业协会评为“全国优秀施工企业”，被山西省建筑业协会评为“山西省优秀建筑企业”。

2004 年，公司获得中国爆破协会颁发的《高边坡分台阶石方路堑条形洞室加预裂一次成型爆破技术》一等奖，08、09、10 年连续三年获得山西省优秀建筑企业称号，2008 年获得中国工程爆破协会颁发的《复杂环境条件下高耸建筑物拆除爆破技术》二等奖，2008 年至 2010 年连续三年获得山西省守合同重信用企业，2009 年平定师范图书楼获得市优良工程，2010 年安阳市国税局综合办公楼获得河南结构中州杯工程等十余项优良工程。

五、管理分析

1. 治理结构

根据公司章程，公司组织形式为有限责任公司。公司设股东会，股东会为公司的权力机构，股东会由股东按出资比例行使表决权。公司设董事会，董事会为公司的经营决策机构，对股东会负责。董事会由股东选举产生，董事会成员 5 人，其中董事长 1 人，由董事会全体董事过半数选举产生。总理由董事会聘任，并对董事会负责。目前，公司总经理由董事长兼任。公司设监事会，为公司经营管理活动的监督机构，由 5 名成员组成，其中一名监事由公司职工推举和罢免，其余由股东会选举和罢

免。

公司董事长兼任总经理的结构设置，使得企业决策与实施未能有效分离，权力缺乏有效的约束与制衡。

2. 管理水平

公司建立了相关管理制度，对资金管理、对外投资、工程管理等均做出明确规定。

在资金管理方面，公司内部实行两种资金管理办法：施工范围主要在阳泉市的建一、建二、建三、建四、建五、装饰一、装饰二、涂料厂、机具库、机械分公司、郑州分公司几个公司实行统一管理、收支两条线的资金管理办法；而路桥分公司、太原混凝土分公司、建材分公司、煤炭分公司等由于其业务范围主要在外地的，为使资金供给不影响正常经营，实行自收自支的资金管理，但必须每月报资金报表和财务报表，并且公司财务不定期下去监督检查。由于公司资金未完全实现集中管理，在资金监管及调用方面可能存在一定难度。在对外投资方面，由总公司做计划、预算、进行可行性研究分析，统一决策、统一核算。分公司不得对外投资。

在项目管理方面，公司参考建设部《建设工程项目管理规范》（GB/T 50326—2006），制定了《路桥项目管理办法》。根据办法，公司路桥工程项目实行项目经理责任制，项目经理是工程项目的第一责任人，组织项目经理部认真贯彻执行国家法规和公司规章制度，依法办事，按章组织和实施项目管理工作。项目经理部是公司设置的项目管理机构，代表公司履行施工合同，对项目资源进行合理使用和动态管理。是工程项目的成本中心，实行项目成本核算制。

整体看，公司现代企业治理结构有待进一步完善；管理制度基本健全，能在一定程度上控制资金风险、项目质量风险等，基本满足公司经营需要。但随着公司多元化经营的发展，公司管理制度亟待进一步完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要为建筑施工及煤炭开采。

近三年，公司主营业务收入增长速度较快，年均增长率为 15.22%。2011 年，公司实现主营业务收入 33.32 亿元。公司主营业务收入中，60%以上来自建筑施工业务及煤炭开采业务，其余为建材、房地产和其他业务。公司其他业务主要为资产租赁收入等。

从毛利率看，公司整体毛利率水平较高，2009～2011 年分别为 29.78%、31.40%和 32.30%。分板块看，2009～2011 年，公司主要的建筑施工业务板块及煤炭开采业务板块的毛利率均呈现逐年上升趋势，2011 年分别为 26.37%和 42.95%。公司建筑施工的毛利率在同行业中处于较高水平，主要原因是公司在建筑施工领域上下游产业链较长，加上公司各业务

板块之间的协同作用，在很大程度上节约了成本。

2012 年 1-9 月，公司实现主营业务收入 23.20 亿元，为上年全年水平的 69.63%，综合毛利率为 31.07%，与上年基本持平。当期，房地产业务毛利率为 34.47%，较上年提高 7.88 个百分点，主要是由于房建主材钢铁价格跌幅较大，且房地产项目多位于阳泉地区，受国家调控政策影响较小。建材业务毛利率为 43.06%，较上年大幅提高 14.8 个百分点，主要是由于建材业务粉煤灰制砖项目属免税产业，2011 年该项目处于试生产阶段，2012 年开始规模化生产，使得该板块毛利率提升明显。能源煤炭业务毛利率为 32.19%，较上年下降 10.76 个百分点，主要是受宏观经济增速放缓导致的煤炭价格下滑影响。

表 4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	10.68	42.56	21.06	14.85	44.70	25.86	13.83	41.51	26.37	9.90	42.69	23.79
房地产	3.22	12.82	24.06	4.45	13.39	23.96	4.75	14.27	26.59	3.24	13.97	34.47
建材	2.98	11.89	33.54	3.50	10.55	29.83	3.69	11.09	28.26	3.20	13.78	43.06
能源煤炭	6.55	26.10	41.62	8.56	25.76	42.94	9.44	28.32	42.95	5.63	24.28	32.19
其他业务	1.67	6.64	43.47	1.86	5.60	43.35	1.60	4.81	46.92	1.22	5.27	44.53
合 计	25.1	100.00	29.78	33.23	100.00	31.40	33.32	100.00	32.30	23.20	100.00	31.07

资料来源：公司提供

(1) 建筑施工

① 经营概况

建筑施工业务是公司的传统优势业务。公司建筑施工业务主要为路桥施工，房建施工数量较少，主要由本部 9 个分公司及 1 个子公司（山西大合路桥工程有限公司）经营。

2009～2011 年，公司建筑施工业务分别实现主营业务收入 10.68 亿元、14.85 亿元和 13.83 亿元，2012 年 1-9 月，公司建筑施工业务实现收入 9.90 亿元，为上年全年水平的 71.58%。近

三年，建筑施工业务在主营业务收入中的比重均在 40%以上。

公司建筑施工产业链较完善。在原材料生产方面，公司可自行生产石料、水泥、混凝土等，为建筑施工板块提供混凝土约占公司混凝土及水泥用量的 50%。在受原材料波动影响较大的建筑施工行业，上述原材料的生产为公司节约大量成本。此外，公司还拥有自己的爆破公司，运输车队等。公司运力在各业务板块之间得到充分利用，在往外省运送煤炭后返回公

司时将所需建材运回，从而节约了大量的运输成本。此外，公司建筑工程业务中还有地质灾害治理、爆破等业务。地质灾害治理主要是对曾进行过煤炭开采的地面、路面进行整治，避免由于塌陷而引起相关危害事故；爆破则是工程施工面临复杂环境时所采取的特殊手段，故都归入工程施工业务。地址灾害治理、爆破业务利润率较高，在 30% 左右。受上述因素的共同影响，公司建筑业务板块整体毛利率水平较高。

近年来，公司先后在全国承接了大量路桥

总承包工程，包括灵河高速公路神池至河曲段路基/桥涵工程施工招标第 LJ3 标段、省道 303 线巴朗山隧道工程土建施工 TJ1 合同段、四川省桃园（川陕界）至巴中高速公路工程项目土建工程施工 LJ17 合同段等多项重大项目。

从新签合同看，近三年，公司新签合同额分别为 17.98 亿元、26.09 亿元和 36 亿元。2011 年，公司新签前十大重大项目合同合计 20.92 亿元。2012 年 1-9 月，公司新签合同额为 25 亿元。总体看，公司新签合同量能满足工程施工业务板块的发展需要。

表 5 2011 年公司新签前十大重大项目合同

项目名称	业主单位	合同金额(万元)	合同签署日期	合同工期
灵河高速公路神池至河曲段路基、桥涵工程施工招标第 LJ3 标段	灵河高速公路（神河段）建设管理处	34537	2011--4--11	24 个月
省道 303 线巴朗山隧道工程土建施工 TJ1 合同段	四川兴蜀建设发展有限责任公司	32371	2010--12--20	54 个月
四川省桃园（川陕界）至巴中高速公路工程项目土建工程施工 LJ17 合同段	四川巴陕高速公路有限责任公司	31160	2010--11--2	24 个月
丽江至攀枝花高速公路攀枝花段工程项目 C1 标段	四川丽攀高速公路有限责任公司	21966	2011--5--25	15 个月
连霍高速公路洛阳至三门峡段改扩建工程 TJ.2 合同段	河南省弘阳高速公路有限公司	21189	2011--6--7	24 个月
抚州至吉安高速公路 A9 合同段	江西省高速公路投资集团有限公司	18352	2011--7--8	12 个月
S202 线泾川至渗水坡（甘陕界）段公路路基工程 JS1 标段	甘肃省平凉公路总段	14892	2011--3--20	18 个月
连霍高速公路洛阳至三门峡段改扩建工程 TJ.4 合同段	河南省弘阳高速公路有限公司	14441	2011--6--7	24 个月
三门峡市陕州大道西延工程建工 TJ-2 标段	三门峡市交通投资公司	11542	2011--3--10	24 个月
G207 国道济源境改建工程	济源市公路管理局	8776	2011--9--15	24 个月
合计		209226	--	--

资料来源：公司提供

从在建重大项目看，公司大部分项目如期开工，工期控制情况较好。目前公司主要在建项目主要为 2011 年及 2012 年 1-9 月新签项目，以及部分以前年度签订的合同期限较长的项目。截至 2012 年 9 月底，公司主要在建项目为成都市中心城区缓堵保畅“两快两射两环”项目二环东段改造工程“施工图设计-采购-施工”总承包 EPC4 合同段（合同额 10 亿元）、平（凉）天（水）高速公路庄浪（韩店）至张家川至天水（社棠）连接线（合同额 3.82 亿元）、灵河高速公路神池至河曲段路基/桥涵工程施

工招标第 LJ3 标段（合同额 3.45 亿元）、阳泉市广阳路建设工程（合同额 3.41 亿元）、省道 216/217 线塘县至稻城亚丁段 TJ4 标（合同额 3.30 亿元）等。截至 2012 年 10 月底，公司重点在建项目合计 60.85 亿元。

从结算方式看，公司工程款一般是开工前收取 10% 预付款，工程实施过程中每月按进度进行结算，并预留 10% 的质保金。质保期一般为竣工决算完成后 5 年。公司将质保金计入应收账款科目。公司确认营业收入的时间与公司实际收到工程款的时间尚有差异，加上质保金

回收周期较长，使得公司应收款项规模较大。

②原材料采购

建筑施工主要原材料为钢筋、水泥、混凝土等。经过多年的积累，公司与主要供应商建立了长期合作关系。

钢材的采购一般与大型钢厂合作，采购价格比市场价格低 100~200 元/吨。付款方式方面，一般是在签订合同时预付 30%，货到付款并预留 10%保证金，工程完工后或 1 年内付完保证金。2011 年，公司钢材前 5 大供应商采购金额合计 31330 万元，占钢材总采购金额的 80%。公司前 5 大供应商集中度较高，但对单个供应商的采购金额分布较合理，不存在对单个供应商过度依赖的问题。

表6 2011年钢筋前5大供应商

供应商名称	采购金额（万元）	在总采购金额中占比（%）
天津冀青	7140	18
长治昌盛	6910	18
文水海威	4920	13
河北国鑫	5570	14
河南亚新	6790	17
合计	31330	80

资料来源：公司提供

水泥和混凝土约一半由公司内部供应，其余部分由于有的项目在外地，因此采取在当地自行采购的方式。表 7 为公司原材料采购情况，其中水泥和混凝土为公司外部采购情况。

表7 近三年主要原材料采购情况

项目	2009 年			2010 年			2011 年		
	采购价格	采购量	采购金额（万元）	采购价格	采购量	采购金额（万元）	采购价格	采购量	采购金额（万元）
钢材	3600 元/吨	72000 吨	25920	4450 元/吨	80000 吨	35600	4850 元/吨	81000	39285
水泥	356 元/吨	350000 吨	12460	388 元/吨	250000 吨	9700	360 元/吨	245000	8820
混凝土	285 元/方	350000 方	9975	305 元/方	450000 方	13725	310 元/方	446000	13826
沥青	4200 元/吨	25000 吨	10500	4500 元/吨	30000 吨	13500	4750 元/吨	28000	13300
合计	-	--	58855	--	--	72525			75249

资料来源：公司提供；

注：水泥和混凝土为公司外部采购情况。

(2)煤炭开采

目前公司纳入合并范围的矿井共四个，分别为卫东煤业、丰泰煤业、陈家庄煤业及北坪煤业。公司生产的煤炭品种均为优质无烟煤，煤质较好。上述四个矿井面积合计39.79平方公里，资源储量为27226万吨，核定产能为300万吨/年。

从开采方式看，北坪煤业开采方式为露天开采，开采设备由华通路桥集团机械公司承担；其余三个煤矿开采方式为地下开采。作为开采的条件，开采所需设备均为山西省规定的全自动开采设备，安全设备及安全设施全部按照山西省制定的安全条例和安全措施进行采购。自公司开展煤炭业务以来，未发生过重大安全事

故。

目前，北坪煤业正在进行扩产，预计从目前的年能60万吨/年扩大至90万吨/年，原有产能目前正常生产。北坪煤业为露天开采，技改项目投资主要为开采所需占用土地的拆迁费用。公司拟投资8.4亿元，截至2012年9月底已投入3.4亿元，剩余部分可根据资金到位情况调整技改进度。目前北坪煤业除营业执照沿用原产能的营业执照外，其余证照均已齐全。卫东煤矿正在进行技改，目前停产，拟投资1.8亿元，前期已投资0.90亿元。丰泰煤矿目前正在进行技改，预计投资2.6亿元，现已完成投资1.50亿元。陈家庄煤矿目前已整合完毕，正在办理换证工作的各种手续，未来还需投入：①资源价款处

置近1亿元；②如井下开采，矿井基建和设备投资共计2亿元，如能批复露天开采能减少1亿元。卫东煤矿、丰泰煤矿和陈家庄煤矿因正处于技改阶段，证照暂不齐全，需等技改结束才能拿到相关证照。

2009~2011年，公司煤炭实际产量分别为220万吨、273万吨和247万吨，其中包括停产的三个煤矿技改期间产生的少量工程煤。北坪煤

矿核定产能为60万吨/年，但公司实际产量可达到150万吨/年。2012年1-9月，由于卫东煤业和丰泰煤业全面实施技改，煤炭产量大幅下降，全年煤炭实际产量达到125万吨，仅为上年全年水平的50.61%，对公司盈利水平产生影响。公司煤炭实现100%销售。从销售价格看，公司生产的无烟煤出厂均价在350元/吨左右。

表8 公司主要矿井生产情况

名称	煤种	矿井面积 (平方公里)	资源储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	实际产量(万吨)			
					2009年	2010年	2011年	2012年1-9月
卫东煤业	无烟煤	6.97	5536	90	59	65	61	50
丰泰煤业	无烟煤	9.00	6340	90	29	33	52	4
陈家庄煤业	无烟煤	15.30	10000	60	33	25	45	3
北坪煤业	无烟煤	8.52	5350	60	99	150	89	68
合计	--	39.79	27226	300	220	273	247	125

资料来源：公司提供

表9 截止2012年9月底公司主要矿井技改情况

	总投资额	已投资额	目前状态	备注
卫东煤业	3.6亿元	1.4亿元	2012年6月主攻技改，计划2013年6月技改完毕	预计2013年3月首采面形成进入联合试运转，2013年6月完成技改工程并投产。
丰泰煤业	2.6亿元	1.50亿元	于2012年6月日主攻技改，预计2013年6月投产	预计2013年3月首采面形成进入联合试运转，2013年6月完成技改工程并投产。
陈家庄煤业	2~3亿元	0亿元	2012年3月全线停产，现在公司正等待批复露天开采，预计2013年下半年投产	该矿经过煤管部门后期充分论证后，其开采方式更适合于露天开采，已申请变更开采方式，目前，资料已经上报到省直管部门，等待核批。若申请到井下开采则拟投资额为3亿元；若成功申请露天开采，则拟投资额可减少1亿元。
北坪煤业	8.4亿元	3.4亿元	正常开采	该矿井为露天开采，所需资金不需一次性投入，公司可根据资金到位情况决定进度。
合计	16.6~17.6亿元	6.3亿元	--	--

资料来源：公司提供

据山西省相关规定，山西省所有的煤炭均通过山西省煤炭运销集团公司（简称“运销公司”）统一销售。在实际操作中，联系客户、运输环节等则由各煤炭公司自行联系，运销公司仅作为中间环节存在。目前，公司全部煤炭销售均与运销公司合作依法进行销售，销售的方式按照年定计划，月定合同，到厂结算的原则进行。公司开采的煤炭公司煤炭100%销往外省，主要集中在华北地区，主要销往电厂。为方便煤炭销售，目前公司已在河北省成立三个经销公司，初步形成公司销售网络。

运输成本是煤炭业务成本的重要组成部分

分，约占煤炭总成本的1/7。公司煤炭运输中70%为自己运输，山西省煤炭运销公司占20%，民营车队占10%。目前公司基本形成以公路运输为主，铁路运输为辅的运输格局。目前，公司拥有运输车辆四百余台，年运输量为300万吨。在铁路运输方面主要与神华集团合作运行，年运输量为50~100万吨。公司目前的运输能力除满足公司自身的煤炭业务运输需求外，还可满足公司其他业务的运输需求。

为提高资源利用效率，公司对露天开采过的煤矿进行回填和综合利用。目前，公司已在原有开采过的土地上建立起一定规模的农业高

效示范园，进行新鲜蔬菜种植。公司已与山西农大、农科院、北京农科院等科研院校建立了长期合作关系，不断改善蔬菜品质。目前，示范园尚在建立初期，未来有望得到进一步发展。

(3) 房地产、建材等其他业务

公司房地产业务主要由下属子公司山西金地房地产开发建设集团有限公司经营。近年来，公司先后开发了平定新安小区、平定佳景花园、平定机关幼儿园等60余个项目，总建筑面积超250万平方米。公司拿地主要通过市场招拍挂、兼并收购破产企业、旧城改造等方式，截至2012年9月底公司土地储备约450亩。公司开发的房地产项目类型主要为商品房。2009~2011年公司房地产业务分别实现收入3.22亿元、4.45亿元和4.75亿元。2012年1-9月为3.24亿元，为上年全年水平的68.21%。

截至2012年9月底，公司房地产板块在建面积约35万平方米，主要包括平定佳境花园四期工程(6万平方米)、滑县金地广场(9万平方米)、平定坐标城(20万平方米)等。截至2012年9月底，公司共有两块土地储备，面积合计30万平方米，均位于阳泉市下属区县。截至2012年9月底，公司共有两个楼盘在售(见下表)。

表10 2012年9月底公司在售楼盘情况

项目名称	可售面积 (平方米)	预售比例	销售单价(元 /平方米)
佳境三期	96000	70%	2100
名仕豪庭	69000	80%	3500

资料来源：公司提供

公司建材业务主要由子公司华通路桥集团阳泉商品混凝土有限公司及山西鼎正环保建材有限公司经营，主要生产和销售沙、石、水泥及商品混凝土。公司生产的上述建材在满足公司内部建筑施工业务使用需求后，剩余部分全部销售至外部市场。2009~2011年公司建材业务分别实现对外销售收入2.98亿元、3.50亿元和3.69亿元。2012年1-9月，公司建材业务实现营业收入3.20亿元，为上年全年水平的86.72%。

3. 经营效率

从经营效率指标看，2009-2011年，公司销售债权周转效率基本保持稳定，分别为2.20次、2.49次和2.12次；公司存货主要为未结算的工程施工款，近三年存货周转效率有所波动，分别为1.95次、2.32次和1.98次，存货周转速度较低。

从总资产运营效率指标来看，2009-2011年，公司总资产周转次数分别为0.43次、0.51次和0.43次，处于较低水平。

总体看，公司整体经营效率保持基本稳定，但处于较低水平。

4. 未来发展

未来，公司拟继续将核心主业建筑施工做大做强，路桥业务有望继续保持地区竞争优势；推进煤炭业务实现规模化发展，随着煤矿技改项目的逐步实施，公司煤炭业务收入有望实现较大幅度增长；继续推进农业高效示范园发展，在公司内部形成良性经济循环。总体看，未来公司各板块之间的协同作用有望得到加强，公司整体盈利能力及竞争实力有望得到提高。

七、财务分析

1、财务质量及财务概况

公司提供了2009-2011年以及2012年三季度财务报表，其中2009-2011年度财务报表由北京中瑞诚会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2012年三季度财务报表未经审计。公司财务报表以财政部2006年2月颁布的《企业会计准则》为基础编制。

公司近三年合并范围发生一定的变化：2010年公司合并范围新增了山西鼎正环保建材有限公司、山西华通绿科建材有限公司、安阳市金地塑业有限公司、阳泉市金地广告有限公司四家新设立子公司；2011年公司合并范围未发生变化；2012年前三季度，公司合并范围新增华通路桥集团太原建业有限公司（尚未开

业)、阳泉金玉天成商贸有限公司和山西和正环保建材有限公司(尚未开业)三家子公司。上述合并范围变化对公司财务报告影响较小。

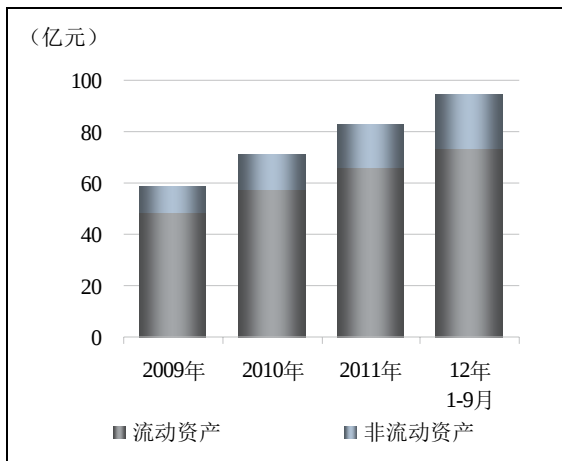
截至2011年底,公司合并资产总额82.95亿元,所有者权益合计39.74亿元;2011年公司实现营业收入33.52亿元,利润总额6.12亿元。

截至2012年9月底,公司合并资产总额94.51亿元,所有者权益合计42.53亿元;2012年1-9月公司实现营业收入23.56亿元,利润总额3.54亿元。

2、资产质量

2009-2011年,公司资产总额平稳增长,年均复合增长率为19.02%,主要来自货币资金、应收账款、存货等的增长。截至2011年底,公司资产总额82.95亿元,其中,流动资产占79.94%,非流动资产占20.06%,资产结构以流动资产为主。公司资产结构符合建筑施工行业特征。

图6 公司资产构成

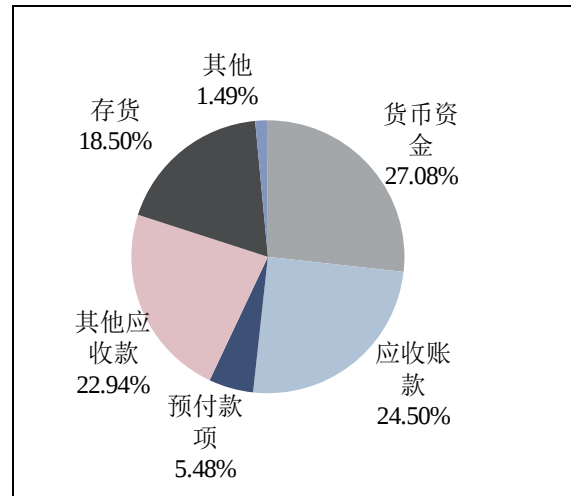


资料来源: 公司审计报告

流动资产

2009-2011年,公司流动资产年均复合增长16.48%,主要表现为货币资金、应收账款和存货的增加。截至2011年底,公司流动资产合计66.31亿元,以货币资金、应收账款、其他应收款、存货为主。

图7 2011年底公司流动资产结构



资料来源: 公司审计报告

2009-2011年,公司货币资金以年均29.13%的速度较快增长,截至2011年底达到17.96亿元。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主,占比分别为58.84%和40.03%,现金占1.14%。其中,其他货币资金主要系保函和承兑保证金等使用受限资产。扣除受限资金后,公司货币资金为10.77亿元。

2009-2011年,公司发放贷款和垫款分别为0.63亿元、0.95亿元和0.76亿元,主要系公司子公司阳泉市汇通小额贷款股份有限公司发放贷款。

随着公司业务规模的不断扩大,应收账款相应增长,2009-2011年年均复合增长18.86%,2011年底为16.25亿元。公司应收账款性质主要为应收工程款,其中1年以内账龄占40.95%,1-2年占21.56%,2-3年占16.14%,3-4年占11.89%,4-5年占7.17%,5年以上占2.29%。公司部分应收账款账龄较长,主要是质保金(施工前,由公司支付给业主单位一定的质量保证金,对工程竣工验收前出现的质量问题进行担保,计入其他应收款;工程竣工验收后,将该部分其他应收款转入应收账款,对工程竣工验收后保修期内的质量问题进行担保,账款于保修期过后返还公司)。由于公司施工项目多为5年质保期,故该部分应收账款账龄较长。公司

对应收账款计提比例为 1%，计提比例较小，但由于质保期一般会在工程保修期过后返还公司，应收账款回收风险较小。公司应收账款前 5 为客户分别为：滑县新区管理委员会、平定县重点公路工程建设指挥部、平定示范学校、山西平阳高速公路建设管理处、阳泉市郊区新北大街建设指挥部，应收账款额度合计占比 46.19%。总体看，公司应收账款规模较大，账龄偏长，形成较大规模的资金占用；坏账准备计提比例较低，但欠款客户以政府机关、事业单位工程质保金为主，应收账款回收风险较小。

公司其他应收款较为稳定，主要为投标保证金、履约保证金、竣工前质保金及往来款等，2009-2011 年年均复合增长 3.73%，2011 年底为 15.21 亿元。其中，1 年以内账龄占 40.73%，1-2 年占 23.83%，2-3 年占 14.49%，3-4 年占 10.09%，4-5 年占 6.90%，5 年以上占 3.96%，账龄偏长。公司对其他应收款坏账准备计提比例为 1%，计提比例较小，考虑到竣工前质保金于项目竣工后转入应收账款，并于项目质保期后返还公司，投标保证金一般于工程投标结束后返还，公司其他应收款回收风险低。

表 11 2011 年底公司其他应收款前五名单位

单位：万元，%

单位名称	金额	占比
唐山远大公司保阜项目部	5344.79	3.48
昔阳县政府	5000.00	3.25
孟县西南关煤矿	4838.76	3.15
山西华嘉盛房地产开发集团有限公司	4239.00	2.76
山西远鑫实业有限公司	3700.00	2.41
合计	23122.56	15.05

资料来源：公司提供

2009-2011 年，公司存货年均复合增长率为 16.11%，2011 年底达到 12.27 亿元。公司存货以未结算的工程施工为主，2011 年占比为 87.93%，另外还包括库存商品（3.45%）、开发产品（2.90%）、施工原材料（3.40%）、周转材料（1.36%）和煤（0.93%）。

非流动资产

2009-2011 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 31.08%，主要来自长期股权投资、固定资产和无形资产的增加。截至 2011 年底，公司非流动资产 16.64 亿元，其中，占比较大的为在建工程（占 48.75%）、固定资产（占 37.71%）、无形资产（占 9.21%）和长期股权投资（占 4.32%）。

2009-2011 年，公司长期股权投资年均复合增速达 124.92%，主要来源于 2011 年的增长。截至 2011 年底，公司长期股权投资 2.85 亿元，同比增长 360.41%，为公司新增晋商银行股份有限公司 10% 股权、对孟县农村信用合作联社持股比例由 0.5% 提高至 9.55%、新增山西西山华通建材有限公司 49% 股权。公司加大对金融类企业投资，长期股权投资主要单位为：晋商银行股份有限公司、孟县农村信用合作联社、山西西山华通建材有限公司、阳泉市城市信用社和平定信用联社，公司对上述五家单位投资占长期股权投资总额的比重为 96.93%。2009-2011 年，公司获得被投资企业投资收益分别为 3094.28 万元、3914.57 万元和 4148.29 万元。

随着项目的增加，公司不断购入新的施工设备，导致 2009-2011 年公司固定资产原值年均复合增长 23.98%，截至 2011 年底为 11.24 亿元。公司固定资产构成以施工机械为主，占 62.12%，生产设备占 14.83%，其余为非生产用固定资产及房屋、建筑物等。截至 2011 年底，公司共计提固定资产累计折旧 4.21 亿元，固定资产净值 7.03 亿元。截至 2011 年底，公司固定资产成新率为 62.55%。

2009-2011 年，公司在建工程波动较大，其中 2010 年底同比增长 98.84%，系由于 2010 年公司承揽地质灾害治理工程，同时进行村庄搬迁和新农村建设，由于部分工程根据合同规定完工后产权归属于公司，使公司在建工程大幅增加。2011 年底公司在建工程同比减少 3.07 亿元，其中完工转固 1.36 亿元，本期减少（主要

是未完工程直接销售减少以及部分不形成长期资产的在建工程转入存货处理)2.10 亿元。2011 年底,公司在建工程主要为煤矿技改工程 and 红卫新村改建工程。

截至 2011 年底,公司无形资产 2.46 亿元,主要为土地使用权和采矿权。

截至 2012 年 9 月底,公司资产总额 94.51 亿元,较 2011 年底增长 13.94%,主要来源于货币资金和存货的增加。其中,流动资产占 77.58%,非流动资产占 22.42%,资产构成与上年底基本一致。截至 2012 年 9 月底,公司流动资产 73.32 亿元,其中,存货增加 7.25 亿元,主要系未结算工程施工增加所致;货币资金增加 4.43 亿元;应收账款减少 4.48 亿元。公司现金类资产 22.46 亿元,较 2011 年底增长 24.78%,扣除受限资金后现金类资产为 14.43 亿元,现金类资产规模扩大。截至 2012 年 9 月底,公司非流动资产 21.19 亿元,较 2011 年底增长 27.34%,主要来源于固定资产和在建工程的增加。

总体看,近几年公司资产规模保持稳定增长,资产结构偏重流动资产。一方面,公司现金类资产规模较大;另一方面,应收款项(应收账款+其他应收款)、存货等占比较大,对资产流动性有一定影响。

3、负债及所有者权益

2009-2011 年,公司所有者权益年均复合增长 23.07%,主要系未分配利润和实收资本增加所致。2011 年底,公司实收资本 7 亿元,较 2010 年底增加 4.78 亿元,系中航信托股份有限公司(以下简称“中航信托”)以货币资金对公司注资 1.13 亿元,以及公司其他自然人股东增加投资金额所致,本次增资事项后,中航信托持股 16.17%。截至 2011 年底,公司所有者权益合计 39.74 亿元,其中归属于母公司所有者权益 35.45 亿元。公司归属于母公司所有者权益以未分配利润为主,占 74.04%,实收资本占 19.75%,资本公积占 3.53%,盈余公积占 2.69%,公司所

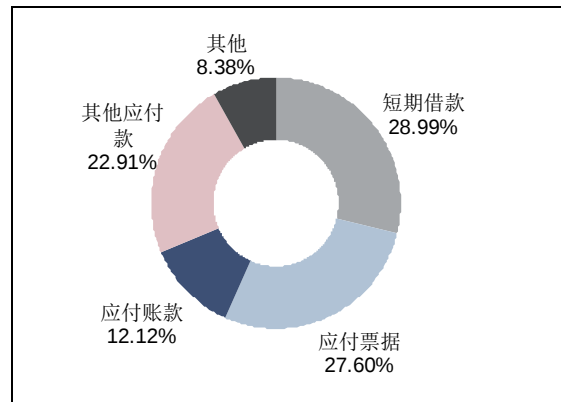
有者权益稳定性较差。

截至 2012 年 9 月底,公司所有者权益 42.53 亿元,较 2011 年底增长 7.01%,主要系未分配利润增加所致。归属于母公司的所有者权益仍以未分配利润为主,占 74.81%。2012 年 8 月 2 日,公司股东中航信托将其所持 16.17%亿元股权一次性转让给王国瑞,工商变更手续已经完成,至此,王国瑞持股比例上升至 60.25%。

负债方面,2009-2011 年,公司负债年均增幅 15.62%,主要来自长、短期借款的增长。截至 2011 年底,公司负债合计 43.20 亿元,其中,流动负债占 84.02%,非流动负债占 15.98%,负债结构与资产结构基本匹配。

2009-2011 年,公司流动负债平稳增长,年均增幅为 7.42%。截至 2011 年底公司流动负债 36.30 亿元,流动负债结构以短期借款(占 28.99%)、应付票据(占 27.60%)、应付账款(占 12.12%)和其他应付款(占 22.91%)为主。

图 8 2011 年底公司流动负债结构



资料来源:公司审计报告

2009-2011 年,公司短期借款年均复合增长 20.36%,2011 年底达到 10.52 亿元,公司短期借款主要为保证借款(占 88.73%)和抵押借款(占 11.27%)。

近几年公司应付票据规模相对稳定,2011 年底为 10.02 亿元,全部为银行承兑汇票;公司账款主要为应付材料款,2011 年底为 4.40 亿元;公司其他应付款主要为往来款及部分保函押金,2009-2011 年其他应付款规模稳定,2011

年底为 8.32 亿元。

2009-2011 年，公司非流动负债快速增长，年均增幅达 183.70%，主要系长期借款大幅增加所致。2009-2011 年，由于公司业务规模的扩大，长期借款以 220.74%的年均复合增长率快速增长，2011 年底达到 6.32 亿元。

长短期借款的增长带动公司债务规模持续扩大，截至 2011 年底，公司债务总额 26.86 亿元，债务结构以短期债务为主，占 76.49%，较 2009 年底、2010 年底的 96.25%和 84.79%持续优化。2009-2011 年，公司资产负债率持波动下降，2011 年底为 52.08%；全部债务资本化比率波动上升，三年加权平均值为 40.67%，2011 年底为 40.33%。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 51.98 亿元，较 2011 年底增长 20.32%，主要来自长期借款的增加。截至 2012 年 9 月底，公司债务总额 35.38 亿元，较 2011 年底增长 31.73%，其中短期债务占比继续下降至 63.61%，。2012 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.00%和 45.41%，公司债务负担有所上升，但仍保持在合理水平。

总体看，公司所有者权益持续较快增长，但整体稳定性较差。公司流动资金需求较大，负债以流动负债为主；债务规模快速扩张，整体债务负担有所加重，但仍保持合理水平。

4、盈利能力

2009-2011年，公司营业收入年均复合增长 15.06%，主要来自2010年的增加。2010年公司营业收入同比增长31.71%，主要来源于建筑施工板块和能源煤炭板块收入的增长。2011年公司实现营业收入33.52亿元，与上年基本持平。2009-2011 年，公司营业成本年均增幅为 13.04%，略低于收入增幅，导致营业利润率由 2009 年的 28.34%平稳上升至 2011 年的 30.16%。

期间费用方面，2009-2011 年，公司期间费用持续快速上升，年均增幅为 42.86%，主要系债务规模扩张导致财务费用大幅增长所致。相

应的，期间费用率由 2009 年的 8.30% 上升至 2011 年的 12.80%。

2009-2011 年，公司实现利润总额分别为 5.28 亿元、6.16 亿元和 6.23 亿元，年均复合增长率为 7.65%。公司利润总额主要来源于主业盈利，投资收益及营业外收入等对利润总额的影响较小。

盈利指标方面，2009-2011 年，公司净资产收益率和总资产收益率加权平均值分别为 13.50% 和 11.53%，2011 年两项指标分别为 11.72% 和 11.43%，公司整体盈利能力符合行业特点。

2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 23.56 亿元，占 2011 年全年的 70.30%；利润总额 3.54 亿元，占 2011 年全年的 57.85%，主要系财务费用继续上升所致；公司营业利润率为 29.35%，较 2011 年略有下降。

总体看，建筑施工板块和煤炭板块是公司收入和利润的主要来源，随着施工项目的增多及煤矿技改工程的完工，两大板块仍具有良好的增长潜力。总体看，公司收入及利润增长前景较好，盈利能力符合行业特点。

5、偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009 年~2011 年，公司流动比率和速动比率均呈波动上升趋势，三年加权平均值分别为 168.24% 和 137.06%。2011 年流动比率和速动比率分别为 182.68% 和 148.87%，分别较上年提高 29.91 个百分点和 24.41 个百分点，系流动资产增长较快所致。2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 191.02% 和 140.16%。2009-2011 年，公司经营现金流动负债比分别为 6.13%、9.73% 和 6.96%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2009-2011 年，公司 EBITDA 年均增幅为 21.47%，2011 年达到 9.94 亿元。由于有息债务增加较快，公司 EBITDA 利息倍数持续下滑，2011 年为 3.36 倍；全部债务/EBITDA 由 2009 年的 2.43 倍上升至 2.70 倍。总

体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2012 年 9 月底，公司共提供对外担保 7.36 亿元，担保比率为 17.31%。公司对外担保较为分散，共为 32 家企事业单位提供 64 笔担保，被担保单位多位于山西省内。目前被担保单位经营正常，但在宏观经济增速放缓的背景下，公司仍面临一定的或有负债风险。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得各商业银行授信额度 19.27 亿元，尚未使用额度 2 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

6、过往债务履约情况

根据公司在人行《企业基本信用信息报告》（报告编号：B-201211264092），截至 2012 年 11 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7、抗风险能力

总体看，建筑行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司实行多元化经营，各业务板块之间协同作用初步显现；收入规模和资产规模稳定增长，盈利能力符合行业特点，债务水平合理。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

建筑行业是与宏观经济密切相关的行业，随着中国工业化和城市化进程的加快，中国对铁路、公路、市政工程等重大基础设施的投入仍将保持在高位。同时，中国正加大资源整合力度，加大对煤炭、石油等重点矿产资源的保护及合理利用程度。上述行业背景一方面为公司的发展带来契机，另一方面也对公司带来了更多的挑战。

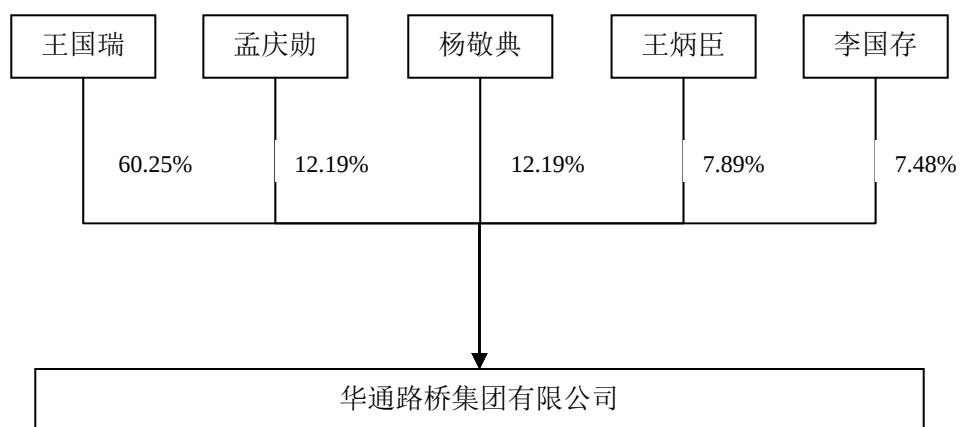
公司作为山西省阳泉市区域性建筑及煤炭行业龙头企业，在业务及资源获取方面均具有一定优势。公司实行多元化经营，初步形成以路桥施工和煤炭业务为主，建材、房地产等业

务为辅的经营格局，各业务板块之间协同作用初步显现，提高了公司资源利用效率及整体竞争实力。

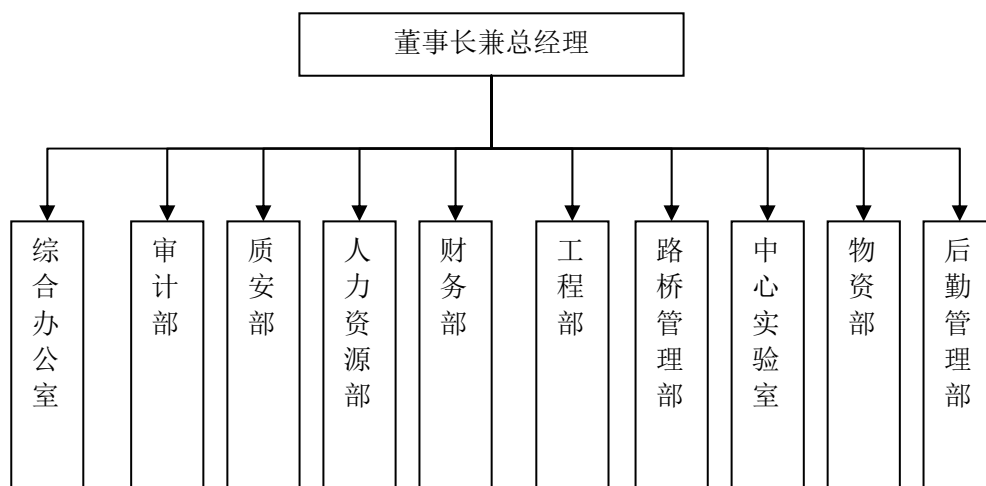
近年来，公司建筑施工合同充足，煤炭资源丰富，收入规模和资产规模稳定增长，盈利能力符合行业特点；债务水平合理；偿债能力较强。

总体看，公司主体长期信用风险较低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 截至 2012 年 9 月底纳入合并范围的子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例		备注
			直接	间接	
1	山西华通蓝天环保有限公司	3500	100%		
2	山西金地房地产开发建设集团有限公司	5000	99.6%	0.4%	
3	华通路桥集团阳泉市商品混凝土有限公司	2100	96.7%		
4	华通路桥集团山西爆破有限公司	1000	94%	6%	
5	华通路桥集团山西宏发能源有限公司	5000	100%		
6	山西鼎正环保建材有限公司	3277.32	78.64%		2010 年成立
7	山西华通路桥养护有限公司	2500	76%	24%	
8	山西平定古州丰泰煤业有限公司	528	49%		注
9	山西昔阳安顺北坪煤业有限公司	2250	49%		注
10	山西平定古州陈家庄煤业有限公司	430	49%		注
11	山西平定古州卫东煤业有限公司	1500	49%		注
12	阳泉市汇通小额贷款股份有限公司	8000	48.75%		
13	山西华通绿科建材有限公司	300	51%		2010 年成立
14	孟县华通煤炭配送公司*	100	100%		
15	安阳市金地塑业有限公司*	2000	95%		2010 年成立
16	阳泉市金地物业管理有限公司*	100	60%		
17	阳泉市金地广告有限公司*	100	95%		2010 年成立
18	华通路桥集团太原建业有限公司	1200	100%		2012 年成立，没有开业
19	阳泉金玉天成商贸有限公司	200	100%		
20	山西和正环保建材有限公司	3000	100%		2012 年成立，没有开业

附表 4-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	107693.20	115070.30	179562.65	29.13	223836.84
发放贷款和垫款	6256.80	9528.20	7624.00	10.39	0.00
交易性金融资产					
应收票据	95.00	360.00	464.98	121.24	801.98
应收账款	114994.96	152603.79	162457.60	18.86	117676.64
预付款项	25642.70	34313.77	36342.26	19.05	58415.49
应收利息					
应收股利					
其他应收款	141360.11	151890.87	152107.00	3.73	135597.73
存货	91010.61	105858.97	122693.49	16.11	195223.87
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1665.36	1791.70	1820.49	4.55	1696.89
流动资产合计	488718.75	571417.61	663072.48	16.48	733249.45
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	5632.11	6188.48	28492.48	124.92	34633.48
投资性房地产					
固定资产	47940.01	54075.62	70320.30	21.11	85610.04
在建工程	35154.10	69900.42	39243.77	5.66	49477.94
工程物资					
油气资产					
无形资产	8079.77	13212.18	24594.13	74.47	33811.18
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	35.17	18.18	3744.39	931.83	8351.28
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	96841.16	143394.89	166395.07	31.08	211883.92
资产总计	585559.91	714812.50	829467.54	19.02	945133.37

附表 4-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	71446.00	84065.00	105235.00	21.36	119015.00
交易性金融负债					
应付票据	86066.88	107516.88	100189.11	7.89	106028.75
应付账款	42667.86	61926.59	43979.36	1.53	41637.52
预收款项	13416.96	13761.90	10207.23	-12.78	18668.91
应付职工薪酬	3338.90	6770.92	8721.70	61.62	2495.44
应交税费	10372.84	10792.27	11487.16	5.23	9757.18
应付利息					
应付股利					
其他应付款	87253.83	89210.78	83154.24	-2.38	86265.49
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	8.62	4.56	2.38	-47.46	0.00
流动负债合计	314571.91	374048.91	362976.18	7.42	383868.29
非流动负债：					
长期借款	6138.69	34365.00	63150.00	220.74	128750.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款			1765.00		1885.00
预计负债					
递延所得税负债	2440.13	3832.83	4131.53	30.12	5319.64
其他非流动负债					
非流动负债合计	8578.82	38197.83	69046.53	183.70	135954.64
负债合计	323150.73	412246.74	432022.71	15.62	519822.93
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	22200.00	22200.00	70000.00	77.57	70000.00
资本公积	18198.46	12009.61	12507.40	-17.10	12507.40
专项储备					
盈余公积	3991.14	8232.48	9527.38	54.50	11684.57
未分配利润	205089.03	232220.88	262459.46	13.13	279665.75
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合	249478.62	274662.97	354494.24	19.20	373857.72
少数股东权益	12930.56	27902.79	42950.59	82.25	51452.71
所有者权益（或股东权益）合	262409.19	302565.76	397444.83	23.07	425310.44
负债和所有者权益（或股东	585559.91	714812.50	829467.54	19.02	945133.37

附表 5 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	253162.60	333440.10	335154.91	15.06	235601.23
减: 营业成本	177281.74	228445.82	226531.76	13.04	162052.98
营业税金及附加	4128.20	7211.61	7556.74	35.30	4390.07
销售费用	2336.36	3789.19	2999.27	13.30	2387.63
管理费用	6762.95	19277.61	10298.83	23.40	6790.54
财务费用	11923.76	17065.43	29607.46	57.58	26617.80
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)	3094.28	3914.57	4148.29	15.79	2156.44
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	53823.86	61565.01	62309.15	7.59	35518.65
加: 营业外收入	675.56	646.18	663.18	-0.92	822.58
减: 营业外支出	1687.94	1278.65	1773.72	2.51	935.16
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	52811.47	60932.53	61198.60	7.65	35406.07
减: 所得税费用	12838.16	14587.10	14617.33	6.70	7540.46
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	39973.31	46345.43	46581.27	7.95	27865.61
其中: 归属于母公司所有者的净利润	29586.98	31373.20	31533.47	3.24	19363.48
少数股东损益	10386.33	14972.23	15047.80	20.37	8502.12

附表 6-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	337368.44	388473.75	338763.86	0.21	210847.45
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	10838.74	10753.34	11208.44	1.69	6976.16
经营活动现金流入小计	348207.18	399227.08	349972.30	0.25	217823.61
购买商品、接受劳务支付的现金	244300.89	259290.17	289536.76	8.87	180208.39
支付给职工以及为职工支付的现金	8189.38	13840.08	10438.20	12.90	6486.76
支付的各项税费	12180.98	16838.10	17844.96	21.04	11006.75
支付其他与经营活动有关的现金	64246.45	72876.29	6872.50	-67.29	4278.12
经营活动现金流出小计	328917.70	362844.64	324692.42	-0.64	201980.02
经营活动产生的现金流量净额	19289.48	36382.44	25279.87	14.48	15843.59
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金	435.06	350.57	380.92	-6.43	1302.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产					
处置子公司及其他营业单位收到的现金					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	435.06	350.57	380.92	-6.43	1302.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	14761.71	17023.07	19821.27	15.88	5273.55
投资支付的现金	3292.87	2753.00	13920.00	105.60	6141.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	18054.58	19776.07	33741.27	36.71	11414.55
投资活动产生的现金流量净额	-17619.52	-19425.50	-33360.35	37.60	-10111.99
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1200.00	0.00	47800.00	531.14	0.00
取得借款收到的现金	73375.00	99860.00	170355.00	52.37	247765.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	74575.00	99860.00	218155.00	71.04	247765.00
偿还债务支付的现金	52441.00	87241.00	149185.00	68.67	191030.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11923.76	17065.43	29607.46	57.58	26617.80
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	64364.76	104306.43	178792.46	66.67	217647.80
筹资活动产生的现金流量净额	10210.24	-4446.43	39362.54	96.35	30117.20
四、汇率变动对现金及现金等价物的影					
五、现金及现金等价物净增加额	11880.20	12510.51	31282.07	62.27	35848.80
加: 期初现金及现金等价物余额					
六、期末现金及现金等价物余额	11880.20	12510.51	31282.07	62.27	35848.80

附件 6-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	39973.31	46345.43	46581.27	7.95	27865.61
加: 资产减值准备	2550.08	3036.34	3138.06	10.93	2508.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性	3715.05	9056.05	7848.86	45.35	6098.08
投资性房地产折旧					
无形资产摊销	330.56	470.00	757.17	51.35	907.46
长期待摊费用摊销	18.20	14.73	60.15	81.82	665.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资	-675.56	-646.18	-17.00	-84.14	0.00
固定资产报废损失(收益以“-”号填					
公允价值变动损失(收益以“-”号填					
财务费用(收益以“-”号填列)	11923.76	17065.43	29607.46	57.58	26617.80
投资损失(收益以“-”号填列)	-3094.28	-3914.57	-4148.29	15.79	-2156.44
递延所得税资产减少(增加以“-”号填					
递延所得税负债的增加(减少以“-”填	1133.26	1392.70	298.70	-48.66	1188.11
存货的减少(增加以“-”号填列)	-12058.16	-14848.36	-16834.52	18.16	-72530.38
经营性应收项目的减少(增加以“-”	-83695.91	-57706.00	-24939.26	-45.41	2598.85
经营性应付项目的增加(减少以“-”	59169.16	36116.86	-17072.73		22080.22
其他					
经营活动产生的现金流量净额	19289.48	36382.44	25279.87	14.48	15843.59
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3.现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	63895.46	76405.97	107688.03	29.82	143536.84
减: 现金的期初余额	52015.25	63895.46	76405.97	21.20	107688.03
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	11880.20	12510.51	31282.07	62.27	35848.80

附表 7 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.20	2.49	2.12	--
存货周转次数(次)	1.95	2.32	1.98	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.51	0.43	--
现金收入比	133.26	116.50	101.08	89.49
盈利能力				
营业利润率(%)	28.34	29.33	30.16	29.35
总资本收益率(%)	11.85	11.50	11.43	--
净资产收益率(%)	15.23	15.32	11.72	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	2.29	10.20	13.71	23.24
全部债务资本化比率(%)	38.41	42.75	40.33	45.41
资产负债率(%)	55.19	57.67	52.08	55.00
偿债能力				
流动比率(%)	155.36	152.77	182.68	191.02
速动比率(%)	126.43	124.46	148.87	140.16
经营现金流动负债比(%)	6.13	9.73	6.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.41	5.89	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.43	2.66	2.70	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.08	-0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.16	1.18	-0.27	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加) / 主营业务收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 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

联合资信评估有限公司关于 华通路桥集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在华通路桥集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华通路桥集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华通路桥集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华通路桥集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华通路桥集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如华通路桥集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如华通路桥集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华通路桥集团有限公司、主管部门、交易机构等。

