

2020 年陕西省高速公路建设集团公司企业债券 信用评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 03 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2018]0086D 号

陕西省高速公路建设集团公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年陕西省高速公路建设集团公司企业债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期企业债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月三日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
陕西省高速公路建设集团公司	12.70 亿元	10(5+5)年	每年付息一次，到期一次还本付息	12 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”剩余未偿还本金，0.70 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”本年度利息

评级观点：中诚信国际评定陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕高速”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年陕西省高速公路建设集团公司企业债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了陕西省持续增长的区域经济为公司提供的良好发展环境，路产区域竞争优势显著、通车里程持续增加，通行费收入与车流量整体保持增长以及交通部和陕西省交通厅的大力支持等因素对公司的发展起到积极作用。同时，中诚信国际关注到公司债务压力大、资产负债率较高，未来资本支出压力较大及新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）期间免收通行费后续补偿政策值得关注等因素对公司未来发展及信用水平的影响。

概况数据

陕高速（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,003.19	2,067.83	2,197.38	2,192.99
所有者权益合计（亿元）	510.44	582.00	702.66	689.15
总负债（亿元）	1,492.74	1,485.82	1,494.72	1,503.84
总债务（亿元）	1,409.18	1,392.52	1,414.13	1,445.50
营业总收入（亿元）	126.75	114.17	120.41	10.83
经营性业务利润（亿元）	0.24	0.26	-0.28	-11.03
净利润（亿元）	1.38	1.11	1.34	-11.07
EBITDA（亿元）	66.50	62.85	68.99	--
经营活动净现金流（亿元）	79.28	87.06	70.85	-11.43
收现比(X)	0.88	1.10	1.04	0.73
营业毛利率(%)	57.78	62.51	63.50	18.45
应收类款项/总资产(%)	1.91	1.07	0.53	0.53
资产负债率(%)	74.52	71.85	68.02	68.57
总资本化比率(%)	73.41	70.52	66.81	67.72
总债务/EBITDA(X)	21.19	22.15	20.50	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.92	0.84	0.90	--

注：1、中诚信国际根据公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报告均按照新会计准则编制；2、中诚信国际将公司 2017~2020 年 3 月末“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算。

正 面

■ **陕西省持续增长的经济实力为省内高速公路行业提供了良好的发展环境。**陕西省经济近年发展迅速，2019 年全省实现 GDP 为 25,793.17 亿元，同比增长 6.0%。当地持续增长的经济实力为高速公路行业的发展奠定了良好基础。

■ **路产区域竞争优势显著，通车里程持续增加。**截至 2020 年 3 月末，公司运营的高速公路总里程 2,511.77 公里，管理着省内 45.00% 的高速公路，其管理的高速公路均纳入了“国家高速公路网”和陕西省“两环六辐射三纵七横高速公路网”框架，近

年来公司公路运营里程持续增加，路网不断完善。

■ **通行费收入与车流量整体保持增长。**公司运营的高速公路通车里程不断增长，已建成运营的高速公路地理位置较好。随着陕西省车流量的增长和路网效应的显现，公司通行费收入与车流量均呈增长态势。

■ **交通部及陕西省交通运输厅的支持。**国家交通运输部持续给予公司车购税补助；2013 年 10 月陕西省交通运输厅出具 843 号文，在项目资本金拨付和非经营性资产变现等方面给予公司支持。

关 注

■ **公司债务压力较大，资产负债率较高。**截至 2020 年 3 月末，公司总债务规模达 1,445.50 亿元，资产负债率 68.57%，总资本化比率为 67.72%，债务压力较大。

■ **未来资本支出压力较大。**截至 2020 年 3 月末，公司主要的在建及拟建高速公路项目总投资 450.16 亿元，尚需投资规模超 250 亿元，未来资本支出压力较大。

■ **疫情期间免收通行费后续补偿政策值得关注。**疫情防控期间全国收费公路免收通行费，自 2020 年 5 月 6 日零时起恢复收费，公司 2020 年一季度收入及盈利水平受到一定负面影响，中诚信国际将对后续补偿政策保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，陕西省高速公路建设集团公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司高速公路运营规模或通行费收入呈持续且不可逆大幅下降趋势；公司主要财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

同行业比较

2019 年部分省级交投企业主要指标对比表							
公司名称	收费里程 (公里)	通行费收入 (亿元)	总资产 (亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
陕高速	2,511.47	96.26	2,197.38	68.02	120.41	1.34	70.85
陕西交建	3,049.73	115.48	3,033.14	70.91	125.16	4.96	83.30
豫高管	2,790.88	134.86	2,198.73	67.53	138.32	50.09	102.21
浙江交投	2,871.00	170.81	4,809.45	66.88	1,504.72	79.25	195.51
云南交投	3,603.61	120.31	4,427.72	70.69	754.03	21.70	141.98

注：“陕西交建”为“陕西省交通建设集团公司”简称；“豫高管”为“河南省收费还贷高速公路管理有限公司”简称；“浙江交投”为“浙江省交通投资集团有限公司”简称；“云南交投”为“云南省交通投资建设集团有限公司”简称。收费里程为各企业截至 2019 年 3 月末数据。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

陕高速成立于 1996 年 9 月 24 日，是承担陕西省高速公路项目建设和运营管理特许职能的大型国有独资企业。公司由陕西省国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）依法行使高速公路国有资产出资人权利，并委托省交通运输厅进行实际管理。公司负责所承建的收费还贷高速公路项目的资金筹措，建设项目招投标和项目管理，工程质量、工期、投资控制，建成路段通行费的收取、还贷以及高速公路的养护等工作。根据陕西省国资委发布的《陕西省人民政府国有资产监督管理委员会关于陕西省高速公路建设集团公司资本公积转增资本的批复》（陕国资产权发[2017]93 号），公司将 80.00 亿元的资本公积转增为资本金，目前公司注册资本达到 100.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，陕西省国资委对公司持股比例为 100%，系公司的唯一股东和实际控制人。

公司主要负责陕西省高速公路建设与运营管理，亦经营公路施工、公路监理及检测、石油制品零售及综合零售业务等，对路桥收费主业形成有益补充。

表 1：公司部分子公司及简称

全称	简称
陕西高速机械化工程有限公司	机械化工程公司
陕西高速公路工程试验检测有限公司	工程检测公司
陕西高速公路工程咨询有限公司	工程咨询公司
陕西高速延长石油有限责任公司	延长石油
陕西高速公路服务有限责任公司	公路服务公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

本期债券发行金额为 12.70 亿元，期限为 10（5+5）年。

本期债券采用固定利率发行，在存续期内按年单利付息，到期一次性偿还本金并支付最后一期利息；本期债券存续期第 5 个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

募集资金用途

本期债券拟募集资金 12.70 亿元，其中，12.00 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”剩余未偿还本金，0.70 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”本年度利息。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速

释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫

情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

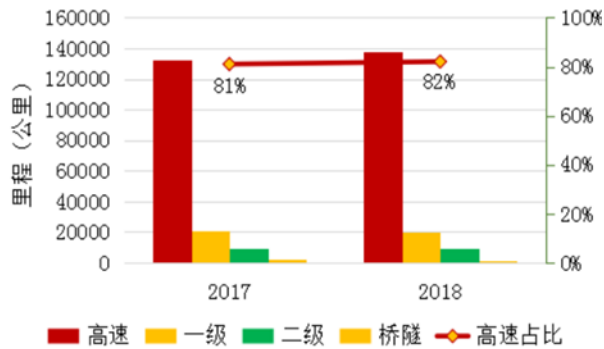
行业及区域经济环境

近年来，我国收费公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2018年末，全国收费公路里程16.81万公里，占公路总里程484.65万公里的3.5%。按技术等级划分，高速公路13.79万公里，一级公路1.96万公里，二级公路0.97万公里，独立桥梁及隧道951公里，占比分别为82.0%、11.7%、5.7%和0.6%。按属性划分，政府还贷公路里程9.33万公里，占全国收费公路里程的55.5%；经营性公路里程7.48万公里，占全国收费公路里程的44.5%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路7.26万公里，经营性高速公路6.53万公里。

图 1：2017 年~2018 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2018 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，较上年增加 1.73 公里/百平方公里。公路养护里程 495.31 万公里，占公路总里程 98.8%。全国等级公路里程 469.87 万公里，比上年末增加 23.29 万公里，等级公路占公路总里程的 93.7%，同比提高 1.6 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 67.20 万公里，较上年末增加 2.42 万公里，占公路总里程的 13.4%，与上年持平。

图 2：2015 年~2019 年全国公路总里程及公路密度

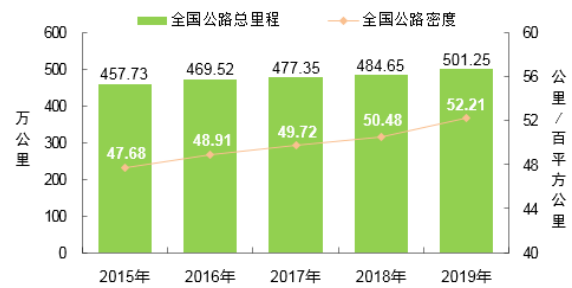


图 2 2015—2019 年全国公路总里程及公路密度

资料来源：2019 年交通运输行业发展统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2019 年承担了国内约 73.32% 的货物运输量和约 73.92% 的旅客运输量。周转量方面，2019 年我国公路货物运输周转量为 59,636.39 亿吨公里，同比增长 0.4%；旅客运输周转量为 8,857.08 亿人公里，同比下降 4.6%，近年来，随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击。2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

表 2：2019 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,181.95	4.3	43.89	7.2	14,706.64	4.0	36.60	8.4
公路	59,636.39	0.4	343.55	4.2	8,857.08	-4.6	130.12	-4.8
水路	103,963.04	5.0	74.72	6.3	80.22	0.8	2.73	-2.6
民航	263.19	0.3	0.07	2.0	11,705.12	9.3	6.60	7.9
运输总量	194,044.56	3.4	462.24	4.8	35,349.06	3.3	176.04	-1.9

资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

2013 年 6 月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030 年）》获得批准，该

规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善

国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至 2019 年末高速公路总里程已达 14.96 万公里，2019 年全年高速公路建设完成投资 11,504 亿元，路网效应进一步加强。2018 年 6 月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018~2020）年》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到 2020 年，“高速公路总里程将达到 15 万公里，基本覆盖城镇人口在 20 万及以上城市及地级行政中心”。据此，未来三年我国高速公路建设仍将保持一定增速。

中诚信国际认为，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业具有投资规模大、投资回报期长、负债率高的特征，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券或将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产

投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2019 年，全国完成公路建设投资 2.19 万亿元，比上年增长 2.6%。其中，高速公路建设完成 11,504 亿元，同比增长 15.4%；普通国道建设完成投资 4,924 亿元，同比下降 10.3%；农村公路建设完成投资 4,663 亿元，同比下降 6.5%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2018 年末，全国收费公路累计建设投资总额 88,823.5 亿元，比上年末净增 6,479.5 亿元，增长 7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资 44,870.5 亿元，经营性公路累计建设投资 43,953.0 亿元。

截至 2018 年末，全国收费公路债务余额 56,913.6 亿元。按技术等级分，高速公路 53,666.2 亿元，一级公路 2,030.5 亿元，二级公路 113.4 亿元，独立桥梁及隧道 1,103.5 亿元，占比分别为 94.3%、3.6%、0.2% 和 1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 30,536.1 亿元，经营性公路 26,377.5 亿元。2018 年，全国收费公路通行费收入为 5,552.4 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 3,645.3 亿元，除支付当年 2,647.9 亿元利息外，还可还本 997.4 亿元。

表 3：2018 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	12,922.5	31,948.0	44,870.5	30,536.1
经营性公路	14,122.2	29,830.8	43,953.0	26,377.5
合计	27,044.7	61,778.8	88,823.5	56,913.6

注：(1)+(2)=(3)

资料来源：《2018 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率

高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈

利能力强、债务负担轻等特点。

表 4：2018 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标

省级高速集团	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
山东高速集团	706.27	20.06	6,145.86	71.07
江苏交通	470.17	40.79	4,540.27	59.14
浙江交投	1,376.91	13.98	4,056.81	66.30
四川交投	400.73	22.13	3,764.26	62.79
福建高速集团	163.66	60.32	3,439.02	70.92
陕西交建	114.95	64.70	2,894.20	70.98
陕西高速	114.17	62.51	2,067.83	71.85
首发集团	123.96	27.61	2,045.03	57.89
上市公司	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
宁沪高速	99.69	54.11	481.63	39.05
山东高速股份	68.29	49.48	685.96	57.26
赣粤高速	45.07	37.09	329.81	50.93
深高速	58.07	50.78	411.01	52.46
四川成渝	59.69	37.66	362.04	58.89
中原高速	57.76	51.72	501.48	77.64
福建高速股份	26.63	61.17	172.99	36.05
皖通高速	29.67	56.76	147.80	28.41

注：福建高速集团对政府还贷公路不计提折旧，陕西交建和陕西高速对高速公路不计提折旧，营业毛利率高。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以

下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016 年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模和成本方面都有一定积极作用。

中诚信国际认为，长期来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未

来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。

表 5：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设

的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一

级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》

（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90% 以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

中诚信国际认为，国家相继出台的燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项政策对收费公路行业形成一定负面冲击，但负面影响减弱；《条例》虽然在一定程度上防控高速公路的债务风险，为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金，但颁布时间尚未确定。

新冠肺炎疫情叠加复工延迟对交通运输产业造成一定冲击，公路客运量及货运量短期内下降明显，长期有望实现反弹；疫情对收费公路行业的经营活
动短期造成一定负面影响，长期影响较为可控

受春节假期、交通管制和延迟复工等因素影响，公路客运量短期内下降明显。由于新冠疫情对人们心理造成的持续影响，公路客运受影响程度和时间跨度更大，即使在疫情稳定的一段时期内仍会导致公路客运量的同比下滑，疫情蔓延且交通管制措施将直接导致人员出行减少、公路客运量暂时性快速下降。同时，人员出行减少带来的消费下降、春节假期延长及各省企业复工时间延迟，使得社会生产短期内同比大幅下滑，进而使得公路货运量暂时性下降。此外，疫情全球“大流行”可能引发的人员及贸易限制预计会对国内进出口产生一定影响，进而影响公路货运量。

目前，新冠疫情的爆发对全国公路运输的短期冲击已经显现。以陕西省为例，2019年1~3月，陕西省累计完成公路货运量31,024万吨，累计完成客运量13,753万人，而2020年1~3月则分别完成了21,025万吨和3,317万人¹，均出现较大程度下滑。此外，为保障疫情防控物资的运输并助力企业复工复产，根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，于2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。

中诚信国际认为，免收费政策对收费公路行业的收入和盈利能力短期内产生一定不利影响，目前后续相关补偿政策尚未确定。从长期看，疫情得到

有效控制后公路货运和客运量有望实现反弹，疫情对收费公路行业的长期影响较为可控。

陕西省整体经济形势向好，经济发展呈现稳步增长的态势，为地区交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础

陕西省地处中国内陆腹地，黄河中游，是连接中国东、中部地区和西北、西南的重要位置，具有承东启西、连接西部的区位优势。同时，陕西省也是我国重要的交通枢纽，高铁网、高速公路网完善，其西安咸阳国际机场是全国八大区域性航空枢纽之一，交通优势明显。陕西省下辖10个省辖市和杨凌农业高新技术产业示范区，其中3个县级市、80个县和24个市辖区，全省总面积20.58万平方公里。

陕西省自然资源优势为其经济发展提供了较为强有力的支持，经济保持了持续发展势头，经济增速趋于平稳。2017~2019年，陕西省实现地区生产总值（GDP）分别为21,898.81亿元、24,438.32亿元和25,793.17亿元，同比增长8.00%、8.30%和6.0%。2019年，陕西省三次产业占比从2018年的7.5:49.7:42.8调整为7.7:46.4:45.8，产业结构有所优化；陕西省人均地区生产总值为66,649元，比上年增长5.4%。

2017~2019年，陕西省一般公共预算收入分别为2,006.69亿元、2,243.14亿元和2,287.70亿元，同比增长9.42%、11.78%和2.00%，受减税降费和经济下行的影响，2019年增速有所放缓；其中，税收收入分别为1,485.58亿元、1,774.29亿元和1,846.00亿元，占比分别为74.03%、79.10%和80.69%；同期，陕西省一般公共预算平衡率分别为41.52%、42.30%和39.98%，财政自给能力一般。随着土地市场的回温，陕西省政府性基金收入增长较快，2017~2019年分别为1,030.93亿元、1,464.73亿元和1,859.60亿元。截至2019年末，陕西省政府债务余额为6,532.49亿元，债务率²为94.46%，债

¹ 数据来源于陕西省交通运输厅公布的《2019年3月公路及水路货物、旅客运输周转量》和《2020年3月公路及水路货物、旅客运输周转量》。

² 债务率=期末政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入+国有资本经营收入）

务负担相对较重。

根据陕西省交通运输“十三五”发展规划，陕西省“十三五”期间计划建成通车高速公路 1,500 公里，总投资达 2,000 亿元以上，力争在“十三五”末高速公路总通车里程达 6,500 公里。“十三五”期间，陕西省将加快建设西安咸阳国际机场东航站楼、西安火车站等 9 个重大综合客运枢纽及西安港、西咸空港等 15 个重大货运枢纽(物流园区)；还将加快西安至银川、西安至武汉、西安至成都、西安经延安至包头、西安经安康至重庆等高铁建设，力争解决剩余 6 个市通快速铁路问题，努力实现西安与周边 8 个省会城市高铁连通；推进西安北至铜川、西咸机场至法门寺、西安至法门寺、阎良至西咸机场、西安至韩城等城际铁路项目实施；加快建设横山、黄陵等 4 个通用机场，新建西安、富平等 13 个直升机和固定翼机场。

未来，陕西省将大力发展枢纽经济，加快“国际航空枢纽”、米字形高铁网和高速公路网建设，以临空产业为重点带动发展现代服务业；同时，着力打造交通商贸物流、国际产能合作、科技教育、国际文化旅游、丝绸之路金融“五大中心”，增强陕西向西开放、向东集散、辐射全国的能力。根据《陕西省 2020 年政府工作报告》，2020 年，陕西省将继续推进西安地铁和西延、延榆、西十、西康高铁建设，建成西银高铁；建成太白至凤县、清涧至子长、安康至岚皋、平利至镇坪等 12 条高速公路，加强基础设施领域补短板。

中诚信国际认为，陕西省整体经济形势向好，经济发展呈现稳步增长的态势，快速发展的地区经济为地区交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础。同时，西部大开发政策的进一步实施以及对中西部地区继续实行优惠政策，都将对陕西省经济发展起到积极的推动作用。

业务运营

公司作为承担陕西省高速公路项目建设和运营管理特许经营职能的大型国有独资企业，行业地

位突出，所辖高速公路均已纳入“国家高速公路网”和陕西省“两环六辐射三纵七横”的路网框架。截至 2020 年 3 月末，公司运营管理的高速公路总里程约为 2,511.77 公里，占陕西省高速公路通车总里程的 45.00%。随着公司运营公路里程的不断增加以及相关辅业的发展，近年来收入规模稳定增长，主要来自于通行费收入，其他经营性业务主要为公路施工、公路监理及检测等公路配套业务。

表 6：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
公路运营	90.31	93.65	96.26	5.08
石油制品零售	5.82	6.25	7.77	2.27
公路工程施工	9.19	7.14	5.58	1.61
综合零售	1.77	2.32	3.37	0.85
公路监理、检测	1.32	1.26	1.27	0.59
其他	18.33	3.54	6.16	0.43
合计	126.75	114.17	120.41	10.83
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
公路运营	71.25	82.03	79.94	46.91
石油制品零售	4.59	5.47	6.45	20.96
公路工程施工	7.25	6.26	4.63	14.87
综合零售	1.40	2.03	2.80	7.85
公路监理、检测	1.04	1.11	1.05	5.45
其他	14.47	3.10	5.12	3.97
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他收入包括租赁业务和房地产销售等业务收入。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司已建成运营的高速公路地理位置较好，随着陕西省车流量的增长和路网效应的显现，公司通行费收入呈增长态势；受疫情冲击，2020 年一季度车流量及通行费收入大幅下降

公司所辖高速公路均已纳入“国家高速公路网”和陕西省“两环六辐射三纵七横”的路网框架。截至 2020 年 3 月末，公司下设西宝、宝天、西渭、西禹、西延、西汉、汉宁、白泉、西略、西耀、宝汉、铜旬、渭玉公司，分别管理西宝、西潼、西阎、阎禹、铜黄、黄延、西户、西汉、十天、宝汉、铜旬、渭玉等 29 条路线，公司路产全部为政府还贷公路。公司通行费流转程序采取“收支两条线”管理机制，即公司通行费收入全额上缴到省财政专户，支出由省财政在次月扣除水利基金之后返拨给公司。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要运营公路情况

运营公司	运营线路	运营路段	长度 (公里)	收费期限
西宝	西宝高速	三桥-眉县	159.63	1995.12~2025.12
宝天	宝天高速	眉县-宝鸡	100.74	1995.12~2025.12
	宝牛高速	宝鸡-陕甘界	51.20	2009.9~2029.9
西渭	西临高速	西安-靳家	32.32	1996.10~2030.10
	西潼高速	靳家-潼关	132.90	1999.10~2030.11
	蒲渭高速	蒲城-渭南	52.60	2010.11~2030.10
西禹	西阎高速	西安-阎良	45.60	2001.11~2021.9
	阎禹高速	阎良-禹门口	179.30	2005.10~2025.10
西延	铜黄高速	川口-黄陵	71.58	2001.9~2021.4
	黄延高速	黄陵-延安南	176.00	2006.9~2026.9
西汉	西户高速	西安-涝峪	32.03	2003.12~2023.12
	西汉高速	涝峪-洋县	152.00	2007.9~2027.9
	三星互通	三星互通立交	5.60	2003.12~2023.12
汉宁	西汉高速	洋县-勉县	151.60	2007.9~2027.9
	勉宁高速	勉县-宁强	54.80	2004.5~2027.9
	宁棋高速	宁强-棋盘关	18.00	2008.11~2028.9
白泉	十天高速	石泉-安康	104.60	2010.12~2030.12
	十天高速	安康-白河	151.30	2011.12~2031.12
西略	十天高速	西乡-略阳	147.24	2011.12~2031.12
	十天高速	西乡-石泉	83.40	2011.12~2031.12
	十天高速	略阳-陕甘界	39.88	2011.12~2031.12
西耀	西铜公路	西安-铜川	93.20	2011.12~2031.12
	铜黄高速	铜川-何家坊	48.21	2013.12~2033.12
	铜黄高速	何家坊-黄陵	52.86	2013.12~2033.12
宝汉	宝汉高速	陇县-宝鸡	128.42	2010.10~2030.10
	汉川高速	汉中-陕川界	65.95	2015.8~2035.8
	坪坎高速	坪坎-汉中	88.17	2017.12~2037.12
铜旬	铜旬高速	铜川-旬邑	50.06	2016.2~2036.2
渭玉	渭玉高速	渭南-玉山	42.59	2015.12~2035.12
合计	--	--	2,511.77	--

注：1、公司对陕西西铜高速公路有限公司（以下简称“西铜高速”）的持股比例为 30%，即对其参股；上述表格中的西铜公路并非参股公司西铜高速名下的路产；2、通车年限按照路段起点通车时间计算，故中间路段新通车而收费期限未发生变化；3、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

西宝、西渭公司下属的西宝高速和西潼高速通车时间早，是国高网连霍（连云港-霍尔果斯）线陕西段的主要组成部分；其中，西宝高速跨越陕西关中西部西安、咸阳、宝鸡三大城市，是陕西的精华腹地，沿途经过乾陵、法门寺、太白山、周公庙、五丈原、钓鱼台、炎帝陵等众多著名旅游景点；西潼高速打通了关中地区通往华北、华东地区的交通要道，连接了古城西安与闻名中外的秦兵马俑、唐华清池、西岳华山等名胜古迹，两条路段地理位置优越，车流量大。为便于高速管理，公司成立宝天高速公司，2017~2019 年，西宝、宝天公司合计分别实现通行费收入 13.53 亿元、13.41 亿元和 14.40 亿元，西渭公司分别实现通行费 17.61 亿元、18.09

亿元和 18.14 亿元。西宝高速和西潼高速地理位置优越，近年来车流量较大且保持稳定，通行费收入逐年增长。

西延公司下属的铜黄高速和黄延高速是国高网包茂高速陕西段的一部分，其通行车辆以运输煤、天然气、石油等能源的货车为主，并且途经黄帝陵、洛川会议遗址、洛川黄土国家地质公园等众多著名旅游景点。2017~2019 年，西延公司分别实现通行费收入 11.08 亿元、9.27 亿元和 8.93 亿元，因路产通车年限较早，路况逐步变化，逐步被平行的西耀高速分流，近年来通行费收入有所下降。

西禹、西汉和汉宁公司下属的西户高速、西汉高速、勉宁高速、宁棋高速、西阎高速以及阎禹高

速是国高网京昆高速在陕西境内的路段，北与山西省内侯禹高速连接，形成西北通向北京最快捷的高速公路，南至陕川界，可以通往成都、昆明。京昆高速西安至棋盘关段（西户高速、西汉高速、勉宁高速和宁棋高速）途经两汉三国驰名中外的历史文化遗迹和朱鹮、大熊猫自然保护生态园等众多的旅游风景点，它的建成对增强陕西、四川、山西、河南等毗邻地区的经济交流与合作，加快能源、资源开发，促进区域经济发展，解决陕南交通“瓶颈”制约，推动陕南地区经济发展具有重大的意义。京昆高速西安至禹门口段（西阎高速和阎禹高速）途经渭北、高陵、合阳、澄城、蒲城、富平等省粮棉生产大县和苹果、酥梨水果基地，以及蒲城桥陵、洽川黄河湿地、司马迁祠、大禹庙、普照寺、文庙、龙门等旅游景点。西汉高速穿越秦岭，收费标准为0.60~0.65元/公里，较平原地区收费标准高40%左右，通行费收入一直处于运营公司中较高水平，未来成长前景良好。2017~2019年，西汉和汉宁公司合计分别实现通行费收入23.19亿元、22.52亿元和23.62亿元，因2018年部分路段中小修养护，通行费收入有小幅回落；同期，西禹公司分别实现通行费收入9.57亿元、11.17亿元和12.75亿元，通行费逐年增长，其中2018年因平行的西阎高速路况较差，分流较多车流，当期增幅明显。

白泉、西略公司管理的十天高速是贯通陕南的交通大动脉，近年来十天高速车流量和通行费快速增长，2016年以来由于陕西境内的跨省断头路与其他省路段接通，持续带动十天高速各路段通行费收入增长，但由于通车时间较短，整体来看，车流量、

通行费整体水平不高。2017~2019年，十天高速各路段实现通行费收入分别为8.16亿元、8.59亿元和9.04亿元，呈稳步增长趋势。

渭玉、铜旬公司下属的渭玉高速、铜旬高速分别于2015年12月及2016年2月建成通车。渭玉高速（渭南至玉山）是陕西省规划的“2367”网西安大环线的组成路段，并且为国家高速公路网联络线榆林至蓝田线重要一段，项目起点顺接渭蒲高速与连霍高速交叉赤水立交，总里程42.59公里。铜旬高速（铜川至旬邑）是国家公路网规划的G3511菏泽至宝鸡联络线的一段，也是陕西省“2367”高速公路网规划中合（阳）凤（翔）线的重要组成部分，与正在建设的咸旬高速公路相接。铜旬高速的建成后将在陕西省关中北部新增一条东西走向的高速公路运输通道，总里程50.06公里。上述两条路产目前尚处于培育阶段，2017~2019年合计实现通行费收入分别为0.92亿元、0.97亿元和1.04亿元，呈现增长趋势。

此外，2020年春节期间，受疫情导致的交通管制和延迟复工等因素影响，公路客运量短期内下降明显；根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。上述因素叠加下，2020年1~3月，公司通车高速公路车流量和通行费收入均出现明显下滑，与去年同期相比，公司所属路产车流量下滑幅度在5%~50%之间，通行费收入则呈现55%~85%不等的下降。

表 8：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司高速路产通行费及交通流量

运营公司	2017		2018		2019		2020.1~3	
	车流量 (万辆)	收费额 (亿元)	车流量 (万辆)	收费额 (亿元)	车流量 (万辆)	收费额 (亿元)	车流量 (万辆)	收费额 (亿元)
西宝公司、宝天公司	3,690.82	13.53	3,935.25	13.41	3,846.86	14.40	318.17	1.06
西渭公司	2,889.59	17.61	3,100.68	18.09	3,026.32	18.14	186.32	1.12
西延公司	559.37	11.08	560.08	9.27	531.43	8.93	32.32	0.37
西汉、汉宁公司	1,471.71	23.19	1,473.83	22.52	1,373.60	23.62	100.83	1.46
西禹公司	1,415.05	9.57	1,582.68	11.17	1,591.73	12.75	117.07	0.75
白泉公司	682.28	5.40	744.75	5.90	745.93	6.08	77.39	0.44
西略公司	421.56	2.76	282.48	2.69	295.92	2.96	23.22	0.22
西耀公司	828.75	6.54	732.88	7.33	618.19	7.93	40.25	0.55
宝鸡、汉川公司	254.68	1.24	413.13	2.32	483.08	3.07	29.34	0.21

渭玉公司	151.51	0.71	155.80	0.73	151.70	0.79	12.21	0.07
铜旬公司	48.02	0.21	53.77	0.24	55.78	0.25	3.55	0.01
合计	12,413.34	91.83	13,035.35	93.67	12,720.54	98.92	940.66	6.27

注：1、西汉与汉宁高速、宝鸡与汉川高速、西宝与宝天高速为同一贯通高速公路的两个计费路段，故合并统计；2、此通行费收入为征费口径运营分公司通行费收入汇总数据，与财务报表主营业务收入中的通行费收入有所差异，主要系征费口径运营分公司收入拆分方法与会计收入确认方法不一致；3、以上车流量为出口车流量；4、小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，公司对客车按车型收费，货车计重收费。

客车方面，目前陕西省对客车实行四级分类，各车型具体费率依据不同高速公路路段的建造成本制定，一类车费率在 0.4 元/车公里与 0.7 元/车公里之间，其他车型费率乘以相应车型的收费系数确定，公司目前路产的基本费率主要为 0.4 元/车公里，与大部分省份相同，预计未来几年将保持稳定。

表 9：公司主要路段现行客车通行费标准

类别	车型及规格	费率标准 (元/车公里)
第 1 类	≤7 座	0.40、0.50、0.60、0.70
第 2 类	8~19 座	0.70、0.88、1.06、1.23
第 3 类	20~39 座	0.90、1.13、1.36、1.58
第 4 类	≥40 座	1.12、1.36、1.63、1.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

货车方面，根据陕西省人民政府《关于高速公路实行载货类机动车计重收取车辆通行费等有关问题的批复》（陕政函〔2010〕55 号）和陕西省交通运输厅、陕西省财政厅、陕西省物价局《关于高速公路载货类机动车辆计重收取车辆通行费的通知》（陕交发〔2010〕30 号）规定，自 2010 年 5 月 10 日起，全省高速公路对所有载货类机动车辆计重收取车辆通行费，基本费率为 0.08 元/吨·公里，其他类型费率标准方案依此同比换算。其计算办法为：对于未超限车辆，车货总重小于 10 吨（含 10 吨）的车辆，执行基本费率；车货总重 10 吨至 30 吨（含 30 吨）的车辆，10 吨及以下部分，其费率按基本费率计收，10 吨以上部分，其费率按基本费率线性递减到基本费率的 50%（西铜高速公路为 80%）计收；车货总重大于 30 吨的车辆，10 吨及以下部分，其费率按基本费率计收；10 吨至 30 吨部分，其费率按基本费率线性递减到基本费率的 50%（西铜高速公路为 80%）计收；超过 30 吨的重量部分，按基本

费率的 50%（西铜高速公路为 80%）计收。对于超限车辆，对超限认定标准以内的重量部分，按基本费率的 3 倍计收；超限认定标准以上的重量部分，超限 50%以内重量部分，按基本费率的 6 倍计收通行费；超限 50%~100%重量部分，按基本费率的 10 倍计收；超限 100%以上重量部分，按基本费率的 16 倍计收。超限认定标准：执行国家七部委规定的超限标准。即二轴车 20 吨、三轴车 30 吨、四轴车 40 吨、五轴车 50 吨、六轴及以上车 55 吨。同其他省份相比，陕西省对超限车辆的收费标准较高。2019 年 5 月，国务院办公厅印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，将修订车辆通行费车型分类标准，调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起统一按车（轴）型收费，该政策或将对公司通行费收入带来负面影响。

公路养护方面，公司运营的高速公路日常小修保养工程在养护管理部指导和监督下由各分公司具体负责实施，中修工程和大修工程则由大修项目管理处负责招标实施。2017~2019 年，公司养护支出分别为 7.10 亿元、13.21 亿元和 20.15 亿元，近两年养护支出增幅较大的主要原因是实施了西汉、西延、汉宁路面工程，西禹、西汉桥梁加固工程，全线波形梁护栏增设工程，西汉高速公路安全隐患整治工程，国高网传递及其他应急工程等。随着公司公路路产里程的增加，预计未来收费高速公路维修养护成本将有所增加。

表 10：2017~2019 年公司收费公路维修养护成本（亿元）

项目	2017	2018	2019
小修保养	1.97	2.34	2.50
大、中修工程	5.13	10.87	17.65
合计	7.10	13.21	20.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司已建成运营的高速公路地理位置较好，随着陕西省车流量的增长和路网效应的显

现，公司通行费收入呈增长态势。

公司高速公路投资持续推进，获得国家交通运输部及陕西省交通厅支持，在建项目存在一定的资本支出压力

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建高速公路 223.18 公里，计划总投资 321.66 亿元，已累计完成投资 193.04 亿元。公司在建项目中，资本金占比为 20%~30%，由国家交通运输部按照一定比例出资，剩余部分采用发行政府专项债方式解决。

西乡至镇巴高速北起十（堰）天（水）高速西乡堰口枢纽立交，沿泾阳河走廊经罗镇、杨家河至镇巴县城。该项目线路全长 49.50 公里，总投资 71.48 亿元，资本金占比 28.40%，资本金为 20.30 亿元，截至 2020 年 3 月末，实际已到位中央车购税资本金 13.21 亿元；截至 2020 年 3 月末累计投资 60.51 亿元。

安康至岚皋高速起于安康市汉滨区月河河口北岸，与十天高速公路衔接，止于陕渝界大巴山隧道内的两省交界处，与在建的重庆市开县至城口高速公路相接。该项目线路全长 88.58 公里，总投资 156.87 亿元，资本金占比为 26.93%，资本金 42.24 亿元，截至 2020 年 3 月末，实际已到位中央车购税资本金 22.00 亿元；截至 2020 年 3 月末项目累计投资 62.08 亿元。

太白至凤县高速公路建设里程 85.10 公里，路线起于太白县西侧咀头镇阳坡湾处，最终在草店处设隧道进入红崖河流域，沿该河东岸设线至杨店，与甘肃省规划的十天高速两当连接线相接。该项目总投资 93.31 亿元，资本金占比为 23.26%，资本金为 21.70 亿元，截至 2020 年 3 月末，实际已到位中央车购税资本金 22.46 亿元；截至 2020 年 3 月末累计投资 70.45 亿元。

表 11：截至 2020 年 3 月末公司主要的在建公路项目情况（亿元、公里）

项目名称	建设里程	计划投资	建设期限	已投资	资本金比例	其中：中央车购税 资本金到位	2020 年计划投资
西乡至镇巴	49.50	71.48	2016~2020	60.51	28.40%	13.21	13.70
安康至岚皋	88.58	156.87	2016~2021	62.08	26.93%	22.00	32.00
太白至凤县	85.10	93.31	2016~2020	70.45	23.26%	22.46	24.49
合计	223.18	321.66	--	193.04	-	57.67	70.19

注：1、由于公司不同部门统计口径不同，公司业务数据和财务数据或存在不一致；2、2020 年计划投资金额为全年计划。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司拟建京昆线（G5）陕西境蒲城至涝峪公路改扩建工程，全长 125.80 公里。该项目总投资 128.50 亿元，2020 年计划投入 20.00 亿元。

总体来看，公司高速公路投资计划持续推进，获得国家交通运输部及陕西省交通厅拨付的中央车购税资本金、专项债等资金支持，但仍存在一定资本支出压力。

公路衍生行业成为公司路桥收费主业有益补充，多元化业务格局形成

公路施工：公司公路施工业务主要由下属 4 家控股一级子公司开展，收入的最主要来源是机械化工程公司。机械化工程公司 2002 年经省交通厅批准

成立，目前具有公路工程施工总承包二级资质、公路工程试验检测综合乙级资质，路面、路基、桥梁三个专业二级资质，公路养护工程二类甲级资质，以及公路养护工程一类（可承担大桥、特大桥等中修与大修工程）与三类资质。机械化工程公司目前主要从事陕西省内高速公路大中修施工建设、路面小型养护作业、机械设备租赁、沥青产品的生产销售和试验检测等。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司公路施工业务板块分别实现收入 9.19 亿元、7.14 亿元、5.58 亿元和 1.61 亿元，受结算进度影响有所波动。

公路监理、检测：公司监理、检测业务板块主要由工程检测公司和工程咨询公司负责。工程咨询公司主要承担路、桥、隧、交通工程及水利水电、工民建工程设计、招标、编标、施工监理及与上述业务

相关的试验检测、技术咨询服务。工程检测公司主要负责陕西省公路、桥梁及隧道检测，工程施工新工艺、新材料、新技术的试验和检测咨询，运营道路及桥梁的定期及特殊检查；公路工程大、中修设计、技术服务、咨询及培训。随着检测业务量的波动，公司公路监理、检测业务板块收入和盈利水平与毛利率均呈现波动趋势。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司公路监理、检测板块收入分别为 1.32 亿元、1.26 亿元、1.27 亿元和 0.59 亿元。公司此业务板块经营情况较好，对总收入和利润形成一定补充。

石油制品零售：延长石油系公司一级控股子公司，由公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司共同出资组建，于 2009 年 9 月成立，公司对其持股比例为 70%。延长石油主要对陕西境内高速公路黄延高速（富县）、西禹高速（澄城、韩城、富平）、西汉高速（秦岭、宁陕、洋县、汉中）和西潼高速（华山、南沙）等 4 条高速公路共计 8 个服务区的 21 座加油站实行统一经营管理。主要业务包括零售成品油、润滑油及加油站的投资、建设和经营配套服务等。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现石油制品零售业务收入 5.82 亿元、6.25 亿元、7.77 亿元和 2.27 亿元。受益于加油站数量的增加以及车流量的提升，该板块业务收入近年来持续增长。但石油制品销售的业务毛利率整体不高，对公司综合毛利率贡献较为有限。

综合零售业务：陕西高速公路服务有限责任公司主要从事高速公路的餐饮服务，百货、副食烟酒的批发与零售，同时还负责汽车维修与救援、公路货运等。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司分别实现综合零售收入 1.77 亿元、2.32 亿元、3.37 亿元和 0.85 亿元。

战略规划及管理

公司未来将在运营管理、公路建设等多方面加强建设，积极探索新模式，延伸产业链条

运营管理方面，公司以智慧交通为引领，推进通行费征收、养护管理、路政管理等业务向智能化方向

发展，科技提效，减员增效，提高管理效能；提升出行服务品质，完善安全设施，加强路网运行监测指挥调度和应急救援体系建设，提高出行的安全性、畅通度；创新收费管理模式，优化人员配置，降低运行成本；推进养护市场化，推动公路养护从传统模式向现代模式转变；深化品牌建设，推进路域文化建设，持续提升服务品牌在全国的价值和影响力。

公路建设方面，公司创新公路建设管理新模式，探索新型公路建设管理模式下的工程质量、安全、投资、进度等建设管理新机制；以创建品质工程为抓手，推进项目管理专业化、施工作业工厂化、质量管控信息化，全面提升工程内在品质和外在品位；以绿色公路项目为引领，实行绿色设计、绿色施工、低碳出行，实现项目建设与自然生态相协调、与运营管理相协调；强化成本意识，从勘察设计入手控投资，从严控征迁入手压开支，从强化管理入手降成本，从技术攻关入手省费用，严控建设项目投资。

服务区经营方面，公司转变服务区发展方式，从服务向经营转变，从生活向生产转变。在合理界定服务区“公益性”与“市场性”业务边界基础上，针对不同业务特性，围绕“优”和“强”提升服务区经营能力和效益。

公路产业开发方面，公司坚持向专业化发展道路，对行业不景气、低效亏损的做“减法”，对市场前景好、发展有优势的做“加法”，实现企业做专做强；坚持品牌化经营，确立集团公司大经营思想，根据公路产业发展适时整合同质化企业，不断挖掘路域产业资源，促进企业做精做强；坚持“走出去”战略，延伸产业链条，业务向综合交通、智慧交通等新兴领域延伸，市场份额向省外拓展，增强发展新动能。

公司法人治理结构完善，建立了一整套管理制度和良好的管理机制

公司是经陕西省人民政府批准成立的国有独资公司，由陕西省政府授权陕西省国资委履行出资人职责，负责监管，陕西省交通运输厅负责业务管理。公司设立党委，党委设书记 1 名，其他党委成

员若干名。董事长、党委书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记。公司设董事会，董事会是公司决策机构。公司设总经理 1 名，副总经理若干名。

公司根据自身特点建立了相应的管理制度，2006 年进行了企业改制重组，改制后总部职能部门进行了压缩，部门职能更加明晰。公司近年来推进经营公司及总部附属机构改制工作，制定了预算管理、财务管理、投资管理等制度，通过积极有效的内部改革，加强了内部管理系统，整体管理风险较低。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

公司主营业务收入稳步增长，利润率维持较高水平；疫情对公司短期收入水平及盈利能力产生不利影响

公司营业总收入主要来自于车辆通行费收入，近年来占比维持在 70%以上，受益于路网规模效应，公司车流量总体稳步增长，带动通行费收入逐年上升。公司另有公路施工、公路监理及检测等公路配套业务，受市场环境影响收入有所波动，其中 2017 年公司确认“紫禁长安”房地产项目收入，当期其他收入规模较大，2018 及 2019 年收入同比则有所减少。

由于公司对其管理的路产公司不计提折旧，因此公路运营业务成本较低，近年来营业毛利率总体维持较高水平。石油制品零售、公路工程施工、综合零售、公路监理和检测业务受原材料价格波动、施工款结算周期及营改增影响，各期毛利率呈波动趋势。此外，受疫情期间免收通行费影响，公司 2020

年一季度通行费收入大幅下跌，致使当期营业收入同比减少 60%以上，同时由于人工、设备投入等运营成本无明显缩减，公司公路运营业务毛利率降至 5.12%，盈利能力受到较大负面影响。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
公路运营	74.26	70.33	71.68	5.12
石油制品零售	20.51	13.96	15.96	12.33
公路工程施工	12.98	11.94	13.62	8.70
综合零售	6.54	5.63	78.04	83.53
公路监理、检测	52.67	54.56	40.94	84.75
其他	16.21	83.56	41.40	25.58
合计	57.78	62.51	63.50	18.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

与多数高速公路公司类似，公司的期间费用以财务费用为主，销售费用与管理费用较少。2018 年公司在建项目资本化利息金额较大，当年财务费用略有下降，但综合营业收入来看，公司期间费用占比呈逐年上升趋势，且处于行业较高水平，期间费用侵蚀了公司大部分营业利润。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，但近年来经营性业务利润有所下降，投资收益对公司盈利贡献较大，主要为参股陕西省国际信托股份有限公司和陕西西铜高速公路有限公司等获得的收益。2020 年 1~3 月，公司利润总额为负，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后公司经营情况和盈利能力。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	69.01	67.94	73.44	12.73
财务费用	62.94	60.55	65.53	11.40
营业总收入	126.75	114.17	120.41	10.83
期间费用率(%)	54.45	59.51	60.99	117.51
经营性业务利润	0.24	0.26	-0.28	-11.03
投资收益	1.08	0.98	1.65	--
利润总额	1.75	1.30	1.68	-11.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产规模持续增长且以运营和在建的公路资产为主；受益于国家交通运输部及陕西省交通厅给

予的持续支持，公司资本实力不断夯实；公司整体负债率处于较高水平

公司资产以固定资产和在建工程等非流动资产为主，近年来非流动资产占比均在 90%以上。固定资产主要系公司公路资产，根据陕西省政府意见自 2014 年度起不计提折旧；公司在建工程主要为公路建设和改扩建项目支出，随着公路资产通车转固及对在建项目加大投入，上述科目均逐年增长，截至 2020 年 3 月末，固定资产和在建工程分别为 1,661.52 亿元和 375.75 亿元。公司长期股权投资主要包括对陕西省国际信托股份有限公司和陕西西铜高速公路有限责任公司的投资，近年来获得较为可观的投资收益。公司其他应收款主要为上下游单位的临时借款以及陕西省交通厅资本金未到位而产生的贷款利息，但近年来陆续收回使其金额有所下降。

得益于持续的政府资金支持，公司所有者权益逐年增加，资本实力持续增强。其中，资本公积主要为公司取得陕西省交通厅拨付的中央车购税补助，补助金额由国家统筹安排，2018~2019 年，公司分别获得国家交通运输部下达的车购税补助资金 5.26 亿元和 29.00 亿元；其他权益工具近年来规模较大，主要系公司发行的永续债券和陕西省收费公路专项债本金，截至 2019 年末公司获得的专项债余额为 90.00 亿元。

表 14：近年来公司主要资产情况及资本结构（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	67.56	61.38	94.64	78.39
其他应收款	24.95	17.60	7.48	7.46
固定资产	1,550.55	1,563.91	1,661.31	1,661.52
在建工程	296.01	357.96	362.17	375.75
长期股权投资	15.81	21.89	23.08	23.09
总资产	2,003.19	2,067.83	2,197.38	2,192.99
资本公积	377.46	382.72	411.75	411.73
其他权益工具	10.00	75.50	165.50	165.50
所有者权益合计	510.44	582.00	702.66	689.15
总债务	1,409.18	1,392.52	1,414.13	1,445.50
短期债务/总债务	0.15	0.09	0.13	0.18
资产负债率	74.52	71.85	68.02	68.57
总资本化比率	73.41	70.52	66.81	67.72

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司融资规模逐年扩大，以长期债务为主的债

务期限结构符合高速公路投资建设企业投资规模大、投资回收期长的特点。公司资产负债率较高，截至 2020 年 3 月末为 68.57%，近年来有所下降主要是由于公司将发行的多期永续期债券以及收到的陕西省收费公路专项债券计入“其他权益工具”科目核算。中诚信国际关注到上述债务后期需要偿还本金，其债务到期情况将对公司所有者权益有所影响，若将其调整至应付债券科目，则截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.12%和 75.47%，实际负债率较高。

现金流及偿债能力

公司经营获现能力较强，但投资活动资金缺口较大，需依靠经营和筹资活动平衡；公司债务规模较大，偿债能力有待提升

高速公路行业的特性决定了公司具备很强的现金获取能力，经营活动为公司带来较大规模现金净流入，但 2020 年一季度受疫情冲击转为净流出。因公司每年公路项目建设持续投入，近年来投资活动净现金流均为负，投资活动缺口主要依靠经营和筹资获取资金进行弥补。

偿债指标方面，由于公司债务规模较大，EBITDA 和经营活动净现金流均无法覆盖债务本金，但经营活动净现金流基本能够保障利息支出。此外，受货币资金波动及短期债务增加影响，货币资金对短期债务的覆盖较差，公司短期偿债能力偏弱。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	79.28	87.06	70.85	-11.43
投资活动净现金流	-72.46	-85.71	-97.07	-24.07
筹资活动净现金流	14.15	-7.53	59.42	19.25
经营净现金流/总债务	0.06	0.06	0.05	-0.03*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.09	1.16	0.92	--
总债务/EBITDA	21.19	22.15	20.50	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.92	0.84	0.90	--
货币资金/短期债务	0.32	0.47	0.50	0.30

注：加“*”数据已经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较好，对外担保风险可控，受限资产规模较大

截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 1,445.50 亿元，其中 2020 年 4~12 月、2021 及 2022 年分别需偿还 189.58 亿元、239.01 亿元和 134.90 亿元，每年大量的建设投入使公司债务呈上升趋势，公司面临一定的债务偿还压力。

表 16：截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

	2020.4~12	2021	2022	2023 及以后
到期金额	189.58	239.01	134.90	1,046.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与多家银行形成了稳定的银企关系，截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度 2,071.06 亿元，其中未使用授信额度为 961.39 亿元，公司财务弹性较好。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额合计 68.49 亿元。公司的担保对象系陕西省交通建设集团公司，为陕西省交通厅国有独资企业，代偿风险可控。

资产质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额 1,713.29 亿元，包括受限货币资金 0.06 亿元、进行收费权质押的高速公路资产 1,713.23 亿元，获得质押借款余额 773.08 亿元。

过往债务履约情况：公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行贷款、公司债券和中期票据等。根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 3 月 2 日，公司未出现银行借款和已发行债务融资工具逾期未偿付本息情形。

外部支持

作为陕西省高速公路建设、投融资及运营主体之一，公司获得国家交通运输部及陕西省交通厅给予的大力支持

作为陕西省高速公路项目建设、投融资和运营主体之一，公司近年来得到国家交通运输部及陕西省交通厅给予的大力支持。

2013 年 10 月 31 日，陕西省交通运输厅为落实

陕西省高速公路建设资金，降低陕西高速债务负担，保持公司良性持续发展，出具《关于支持省高速集团发展相关问题的通知》（陕交函[2013]843 号文）（以下简称“843 号文”），在资本金拨付、非经营性资产变现方面给予公司大力支持。“843 号文”规定，按照陕西省政府专题会议精神，陕西省交通运输厅已与国家交通运输部、陕西省级有关部门协调，旨在加快新建项目的审批和资本金拨付，争取在项目建成通车时，资本金落实到位，降低融资压力。2018~2019 年，公司分别获得中央车购税补助资金 5.26 亿元和 29.00 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定陕西省高速公路建设集团公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年陕西省高速公路建设集团公司企业债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年陕西省高速公路建设集团公司 企业债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期企业债券的存续期内对本期企业债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

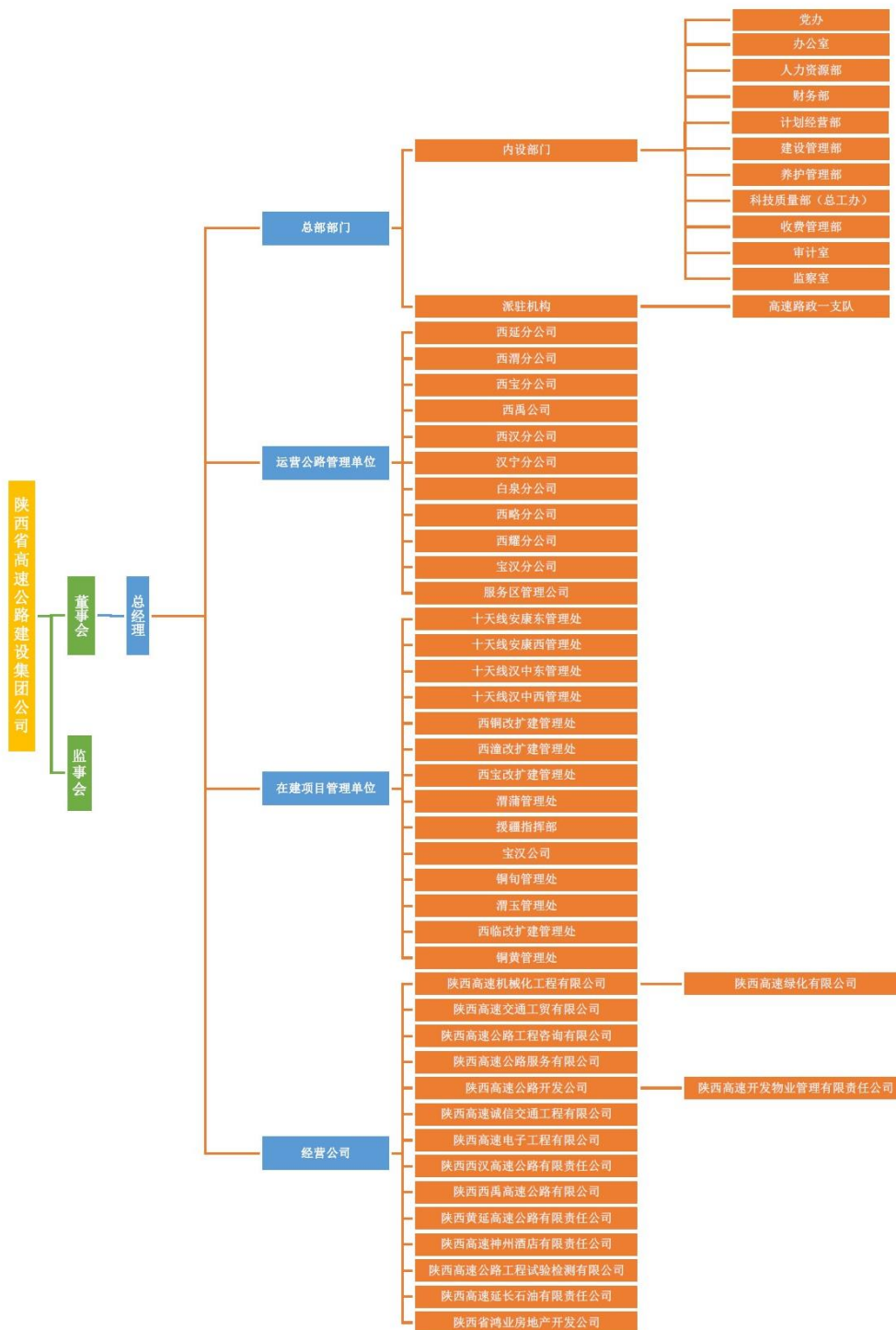
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 06 月 03 日

附一：陕西省高速公路建设集团公司股权结构图（截至 2019 年末）及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：业务范围为高速公路建设与经营的一级子公司有 4 个。其中，陕西西汉高速公路有限责任公司、陕西西禹高速公路有限公司和陕西黄延高速公路有限责任公司，未来随着项目竣工结算工作的完成，其工作将由陕西高速专门的分公司承担；陕西宝汉高速公路建设管理有限公司系 2014 年由陕西省交通运输厅有偿划拨给陕西高速的全资一级子公司。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：陕西省高速公路建设集团公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	675,638.04	613,769.97	946,396.59	783,861.25
应收账款	132,399.67	44,881.51	41,224.24	42,700.68
其他应收款	249,543.30	175,983.36	74,800.22	74,576.10
存货	73,159.78	80,722.13	116,383.98	108,083.01
长期投资	258,819.60	320,072.77	382,050.56	382,120.56
在建工程	2,960,127.24	3,579,574.04	3,621,716.99	3,757,528.44
无形资产	15,292.82	14,927.33	13,916.78	13,652.05
总资产	20,031,884.36	20,678,262.72	21,973,750.05	21,929,930.95
其他应付款	390,222.89	396,596.16	309,413.11	266,262.51
短期债务	2,131,997.07	1,316,465.01	1,891,062.80	2,632,527.50
长期债务	11,959,784.63	12,608,746.78	12,250,279.42	11,822,428.00
总债务	14,091,781.70	13,925,211.79	14,141,342.22	14,454,955.50
总负债	14,927,435.47	14,858,243.15	14,947,186.20	15,038,398.41
费用化利息支出	632,068.45	599,481.64	652,490.42	--
资本化利息支出	92,365.11	148,873.11	117,744.92	--
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	16,207.08	17,900.00	22,739.88	-1,362.21
所有者权益合计	5,104,448.89	5,820,019.57	7,026,563.84	6,891,532.54
营业总收入	1,267,515.88	1,141,688.89	1,204,072.45	108,330.56
经营性业务利润	2,395.56	2,621.43	-2,762.82	-110,344.78
投资收益	10,796.44	9,774.64	16,530.74	0.00
净利润	13,759.17	11,096.78	13,419.19	-110,729.22
EBIT	649,534.16	612,525.36	669,271.72	--
EBITDA	665,025.08	628,540.20	689,897.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,117,728.32	1,253,548.26	1,254,481.05	78,742.97
收到其他与经营活动有关的现金	159,663.11	178,916.75	195,095.60	181,022.00
购买商品、接受劳务支付的现金	291,509.33	341,417.19	419,250.59	163,353.59
支付其他与经营活动有关的现金	20,784.73	31,105.22	126,609.13	172,978.05
吸收投资收到的现金	0.00	52,679.00	290,106.99	0.00
资本支出	668,086.81	677,544.29	842,855.32	240,710.87
经营活动产生现金净流量	792,798.64	870,613.37	708,526.43	-114,320.64
投资活动产生现金净流量	-724,595.98	-857,136.10	-970,745.40	-240,710.84
筹资活动产生现金净流量	141,540.65	-75,348.90	594,199.58	192,496.13
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	57.78	62.51	63.50	18.45
期间费用率(%)	54.45	59.51	60.99	117.51
应收类款项/总资产(%)	1.91	1.07	0.53	0.53
收现比(X)	0.88	1.10	1.04	0.73
总资产收益率(%)	3.30	3.01	3.14	--
资产负债率(%)	74.52	71.85	68.02	68.57
总资本化比率(%)	73.41	70.52	66.81	67.72
短期债务/总债务(X)	0.15	0.09	0.13	0.18
FFO/总债务(X)	0.05	0.04	0.05	--
FFO 利息倍数(X)	0.89	0.83	0.87	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.09	1.16	0.92	--
总债务/EBITDA(X)	21.19	22.15	20.50	--
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.48	0.36	--
货币资金/短期债务(X)	0.32	0.47	0.50	0.30
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.92	0.84	0.90	--

注：1、中诚信国际根据公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报告均按照新会计准则编制；2、中诚信国际将公司 2017~2020 年 3 月末“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。