

# 甘肃省公路交通建设集团有限公司 2020 年公开发行 公司债券（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：侯一甲 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：周 蒙 mzhou@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 10 月 26 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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 [2020]G011 号

## 甘肃省公路交通建设集团有限公司：

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“甘肃省公路交通建设集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”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，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十月二十六日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
甘肃省公路交通建设集团有限公司	不超过 20 亿元 (含 20 亿元)	5 年, 债券存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	每年付息一次, 最后一期利息随本金一起支付	10 亿元用于偿还公司及子公司到期债务, 10 亿元用于补充公司及下属公司流动资金以及项目建设营运资金

**评级观点:** 中诚信国际评定甘肃省公路交通建设集团有限公司 (以下简称“公交建集团”或“公司”) 主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“甘肃省公路交通建设集团有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期)” 的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司重要的战略地位、很强的外部支持、完备的专业资质和丰富的项目储备对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际也关注到公司债务规模不断上升且未来仍面临较大的投融资压力、下属子公司较多面临一定的管控压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

公交建集团 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.6
总资产 (亿元)	623.61	774.52	822.25	958.68
所有者权益合计 (亿元)	255.02	359.47	367.47	491.01
总负债 (亿元)	368.59	415.05	454.78	467.67
总债务 (亿元)	268.46	323.05	350.00	396.11
营业总收入 (亿元)	99.39	125.41	141.21	51.44
经营性业务利润 (亿元)	6.14	4.61	5.22	2.46
净利润 (亿元)	3.72	3.96	4.76	2.54
EBITDA (亿元)	9.60	11.38	14.26	--
经营活动净现金流 (亿元)	0.28	7.05	62.60	20.79
收现比 (X)	1.02	0.94	1.08	1.27
营业毛利率 (%)	13.83	11.26	12.82	14.31
应收类款项/总资产 (%)	26.78	20.23	14.29	12.57
资产负债率 (%)	59.11	53.59	55.31	48.78
总资本化比率 (%)	51.28	47.33	48.78	44.65
总债务/EBITDA (X)	27.95	28.38	24.54	--
EBITDA 利息倍数 (X)	1.68	0.83	1.19	--

注: 1、公司各期财务报告均根据新会计准则编制; 2、为准确计算债务, 中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务; 3、公司未提供 2020 年上半年现金流量表补充资料及利息支出数据, 故相关指标失效。

**正面**

■ **重要的战略地位。** 公司是甘肃省公路建设、运营的重要主体。根据甘肃省政府定位, 公司为公路建设领域专业化产业公司, 是经营性收费公路的建设主体, 战略地位重要。

■ **很强的外部支持。** 自成立以来, 公司在项目建设、股权划拨和资金支持等方面得到了甘肃省政府和股东的大力支持。为支持公司对高速公路、国省干线及相关业务的建设、管理, 甘肃省财政厅、省交通厅等部门根据项目进度, 定期对公司下达车辆购置税收入补助、一般债券公路建设资金、专项债券公路建设资金等资金拨款计划。

■ **完备的专业资质。** 截至 2020 年 6 月末, 公司下属子公司甘肃路桥建设集团有限公司 (以下简称“甘肃路桥”) 具有公路工程施工总承包特级资质, 桥梁、隧道、公路路面、公路路基、机场场道工程专业承包壹级资质, 市政公用工程施工总承包贰级资质, 公路养护工程施工一类资质及对外承包工程资格等。

■ **丰富的项目储备。** 近年来, 公司承担了甘肃省高速公路、国省干线等公路项目的建设运营、工程施工等工作, 项目储备充足。

**关注**

■ **公司债务规模不断上升, 未来仍面临较大的投融资压力。** 公司债务主要为建设高速公路所产生, 债务规模逐年上升, 截至 2020 年 6 月末, 公司总债务为 396.11 亿元; 公司在建经营性收费公路共 7 条, 总投资 752.64 亿元, 已累计投资 314.20 亿元, 其中资本金累计 256.17 亿元, 已到位 131.41 亿元, 剩余资金来源除资本金外主要为银行贷款, 未来投融资压力较大。

■ **下属子公司较多, 面临一定的管控压力。** 公司成立时间较短, 公司本部及子公司在相关制度的实施和运行方面尚需要一定的时间; 同时, 公司下属公司较多, 且专业化程度较高, 面临一定的管控压力。

**评级展望**

中诚信国际认为, 甘肃省公路交通建设集团有限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。** 地方经济环境恶化或公司地位下降, 致使股东及各方支持能力或支持意愿减弱; 公司财务指标明显恶化, 再融资环境恶化, 备用流动性减少; 核心公路资产划出导致公司的业务稳定性或可持续性下降, 或监管政策变化致使公司的业务模式面临合规风险等。

**同行业比较**

2019 年同区域同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
甘肃国投	2,758.65	1,051.33	61.89	2,651.79	12.64	111.49
公交建集团	822.25	367.47	55.31	141.21	4.76	62.60

注: “甘肃国投”为“甘肃省国有资产投资集团有限公司”简称  
资料来源: 中诚信国际整理

## 发行主体概况

公司前身为甘肃省交通建设集团有限公司（以下简称“交建集团”），由甘肃省交通运输厅（以下简称“甘肃省交通厅”）于 2014 年 3 月出资成立，初始注册资本为 5,000 万元。2017 年 6 月，根据《关于甘肃省交通建设集团有限公司国有股权无偿划转协议》，交建集团股东变更为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）。2019 年 3 月 21 日，公司名称变更为现名，注册资本变更为 100.00 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 5,000.00 万元<sup>1</sup>，甘肃省国资委为公司唯一股东和实际控制人。

公司是甘肃省高速公路、国省干线投资、建设、运营及管理的重要主体，承担着甘肃省境内经营性收费公路和非收费公路建设和管理工作。公司自成立以来，经过多年的发展，已逐渐成为“融、投、建、养、营、运、服”一体化公路全产业链企业，在甘肃省内拥有突出的行业地位。

表 1：截至 2020 年 6 月末公司主要子公司

全称	简称
甘肃路桥建设集团有限公司	甘肃路桥
甘肃省公路发展集团有限公司	公发集团
甘肃省交通服务有限公司	交通公司
甘肃省高速公路服务有限公司	高速服务公司
甘肃省交通科学研究院有限公司	交科院
甘肃省交通物资商贸集团有限公司	商贸集团

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券计划发行额不超过 20 亿元（含 20 亿元），本期债券的期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。公司有权在本期债券存续期第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。公司将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的 20 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司

<sup>1</sup> 截至报告出具日，公司实收资本仍为 5,000.00 万元，相关资本尚未实缴。

未行使调整票面利率选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

### 募集资金用途

本期公司债券为首期发行，发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟将 10 亿元用于偿还公司及子公司到期债务，10 亿元用于补充公司及下属子公司流动资金及项目建设营运资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响

的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国的挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，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。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保

民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

**中诚信国际认为，**得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

### 基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

**基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：**监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

**规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：**2019 年 5 月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019 年上半年，监管发布多项举措，遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区 IPO。

**展望：**一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚

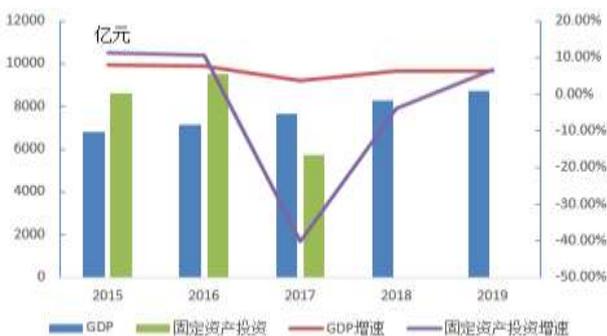
决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

### 甘肃省经济持续增长，产业结构逐步优化，但财政收入有所波动，财政平衡率处于较低水平，支出较为依赖上级转移性收入

**财政级次及特殊地位：**甘肃省位于我国西北部，古称“河西走廊”，为入新疆和青海重要通道，是亚欧大陆桥中国段的必经省区之一，战略位置重要。甘肃省自然资源丰富，幅员辽阔，总面积 42.59 万平方千米，是“一带一路”、西部大开发和丝绸之路经济带战略的重要发展区域，也是承接沿海地区产业转移的重点区域。截至 2019 年末，甘肃省常住人口 2,647.43 万人。

**经济发展水平：**近年来，甘肃省经济不断增长。2017~2019 年，甘肃省分别实现地区生产总值 7,677.0 亿元、8,246.1 亿元和 8,718.3 亿元，分别同比增长 3.6%、6.3% 和 6.2%。从产业结构来看，2019 年，甘肃省第一产业增加值 1,050.5 亿元，同比增长 5.8%；第二产业增加值 2,862.4 亿元，同比增长 4.7%；第三产业增加值 4,805.4 亿元，同比增长 7.2%，三次产业结构由 2018 年的 11.2:33.9:54.9 调整为 2019 年的 12.05:32.83:55.12，第三产业比重继续提高。2019 年，按常住人口计算，甘肃省人均地区生产总值为 32,995 元，比上年增长 5.7%。固定资产投资方面，2019 年甘肃省固定资产投资回升，较 2018 年增长 6.6%。

图 1：甘肃省 2015~2019 年 GDP、固定资产投资及增长率



资料来源：甘肃省统计公报，中诚信国际整理

**财政及债务水平：**2017~2019 年，甘肃省分别实现一般公共预算收入 815.6 亿元、870.8 亿元和 850.2 亿元，有所波动，因政策性减税因素影响，2019 年财政收入较上年下降 2.4%。财政平衡率方面，2017~2019 年分别为 24.66%、23.07% 和 21.49%，处于较低水平，财政支出较为依赖上级转移性收入。债务规模方面，甘肃省债务控制在债务限额以内，2019 年政府债务限额 3,406.8 亿元，债务余额 3,109.8 亿元（其中一般债务 1,972.3 亿元，专项债务 1,434.5 亿元）。

表 2：2017~2019 年甘肃省经济及财政主要指标（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
GDP	7,677.0	8,246.1	8,718.3
GDP 增速 (%)	3.6	6.3	6.2
一般公共预算收入	815.6	870.8	850.20
其中：税收收入	547.1	610.4	577.6
政府性基金收入	413.1	550.8	519.2
转移性收入	2,178.9	3,454.1	3,370.2
一般公共预算支出	3,307.3	3,774.1	3,956.7
财政平衡率 (%)	24.66	23.07	21.49

注：1、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2、甘肃省 2019 年部分经济财政指标暂未披露。

资料来源：甘肃省统计局，中诚信国际整理

总体看来，甘肃省区域地位重要，经济保持持续增长，但财政收入有所波动，财政平衡率较低，财政支出较为依赖上级转移性收入。

## 区域平台情况

甘肃省高速交通投资类平台主要为公司和甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称“公航旅集团”），各自业务区域和职能定位相对明确

表 3：甘肃省主要交通投资平台及其作业区域、职能作用

区域内平台	主要作业区域及职能作用
公交建集团	高速公路建设、运营，工程施工
公航旅集团	高等级公路建设、运营，贸易、旅游服务

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司与公航旅集团分工协作，共同承担甘肃省全省高速公路的投资、建设运营和管理任务。

## 业务运营

公司业务主要包括工程结算、商品销售和工程服务业务。2019年，公司实现营业总收入141.21亿元，主要来源于工程结算和商品销售业务，分别为123.58亿元和11.14亿元，占2019年总收入的比重分别为87.52%和7.89%。2020年1~6月，公司实现营业总收入51.44亿元，主要来自工程结算业务。

表4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~6
工程结算	84.11	113.59	123.58	43.70
商品销售	7.00	5.30	11.14	2.91
工程服务	4.73	4.50	3.96	4.83
其他业务	3.54	2.03	2.52	-
<b>合计</b>	<b>99.39</b>	<b>125.41</b>	<b>141.21</b>	<b>51.44</b>
占比	2017	2018	2019	2020.1~6
工程结算	84.63	90.57	87.52	<b>84.85</b>
商品销售	7.04	4.22	7.89	5.66
工程服务	4.76	3.59	2.80	9.39
其他业务	3.56	1.62	1.79	-
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：1、工程结算收入主要包含工程施工收入和公路养护收入；2、其他业务主要包括租赁、勘察设计服务、技术服务、监理业务和咨询服务等。  
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司拥有较为完善的公路建设产业链，承担着甘肃省赋予的重大交通项目建设任务，业务模式明确，在建项目量充足，但目前暂未实现通行费收入，未来面临着较大的投融资压力**

公司公路项目分为经营性收费公路和非收费

表5：截至2020年6月末公司传统业务模式主要已完工、在建及拟建国省干线项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	财政拨款
<b>已完工</b>				
G312线平凉至界石铺段维修改造工程	2015~2018	2.84	2.60	2.84
G312线柳园至星星峡段	2016~2018	6.10	4.27	4.61
G247线会宁至靖远公路	2015~2019	18.44	17.80	8.06
G109线白银至兰州段	2016~2018	6.42	3.10	3.33
G345线玛曲至青海久治公路	2016~2019	7.27	6.26	6.75
G309线会宁汉家岔至榆中定远镇公路改建工程	2016~2019	6.52	4.58	5.04
G312线古浪金三角至丰乐段	2016~2019	6.68	5.45	6.68
G309线板桥至小园子段	2016~2019	10.52	9.47	11.94
G310线陇西至临洮段	2017~2019	10.86	7.07	12.33
G312线嘉峪关至清泉（玉门）段	2016~2019	5.44	2.06	2.10
G312线清泉至七墩段	2016~2019	7.88	6.20	9.32
G312线七墩至瓜州段	2016~2019	7.17	6.08	6.47
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>96.14</b>	<b>74.93</b>	<b>80.93</b>

公路，具体业务涵盖公路融资、投资、建设、管理、养护、运营、服务等全产业链，衍射公路交通周边产业市场。公司按照甘肃省下达的投资建设计划开展项目投融资并招标建设，收费道路工程完工后由公司负责组织运营，运营期限30年，运营范围包括通行费收取、道路养护、服务区管理、超限超载治理、路政执法和道路安全保障等。

业务模式上，公司所建设高速分为国省干线和经营性高速公路两种，其中国省干线的建设主要采取传统模式。甘肃省财政厅、甘肃省交通厅等部门根据项目进度定期给予公司车辆购置税收入补助、省级预算资金等项目拨款，公司以此进行项目建设，若出现资金缺口和滞后的情况则由公司先行垫付。会计处理上，公司将收到政府项目资金计入“资本公积”，将未结算项目计入“在建工程”或“预付款项”科目。

传统模式下，已完工项目方面，截至2020年6月末，公司已完工国省干线项目12个，总投资96.14亿元，已投资74.93亿元，其中财政拨款80.93亿元。以上完工路段均已通车，但由于均为二级公路，未形成公路通行费收入。在建项目方面，截至2020年6月末，公司在建国省干线项目17个，总投资408.00亿元，已投资84.42亿元，其中财政拨款145.80亿元，尚需投资323.58亿元，未来投资压力较大。拟建项目方面，截至2020年6月末，公司拟建项目4个，计划总投资额合计109.59亿元。

**在建**

G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	2016~2021	16.74	7.06	6.22
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	2016~2019	10.74		
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	2016~2021	32.66	16.26	29.70
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	2017~2020	17.50	13.71	13.81
G248 线江果河至迭部（益哇沟口）公路	2016~2018	1.06	0.77	1.32
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	2016~2020	6.25	1.32	0.09
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	2016~2019	2.99	2.57	1.15
舟曲立节至四川永和三级公路	2016~2020	10.40	1.99	2.44
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	2016~2019		2.32	
G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	2016~2019	7.71	4.12	7.90
S38 王格尔塘至夏河	2018~2021	68.39	24.04	33.53
G327 线镇原至王咀子	2019~2020	3.35	1.38	3.01
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	2019~2022	44.46	1.71	11.00
G312 线七墩至瓜州公路工程	2019~2022	27.96	0.60	8.00
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	2019~2021	2.70	0.58	0.63
兰临高速公路长下坡改造处治工程	2019~2022	21.38	1.39	6.00
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	2020~2024	133.71	4.60	21.00
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>408.00</b>	<b>84.42</b>	<b>145.80</b>
<b>拟建</b>				
G209 线迭部至九寨沟段	暂缓实施	7.79	0.00	0.03
G248 线巴下寺至虎关段	暂缓实施	11.16	0.02	0.02
G309 线祁家山至汉家岔段	暂缓实施	7.50	0.02	0.02
S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	计划开工	83.14	0.00	1.00
<b>小计</b>	<b>--</b>	<b>109.59</b>	<b>0.04</b>	<b>1.07</b>
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>613.73</b>	<b>159.38</b>	<b>226.33</b>

注：已投资额为审计披露在建工程年末余额，与实际支出可能存在小幅差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营性收费公路项目建设、运营主要采取 PPP 模式。具体业务流程上，项目经甘肃省发改委、省交通厅批复后向社会公开招标，公司作为牵头方组建社会资本联合体进行 PPP 项目投标，中标后公司与甘肃省人民政府签订 PPP 项目合同，成立 PPP 项目公司，项目资本金由项目参与方按照约定比例注入，项目公司负责 PPP 项目的投融资和建设。建设完成之后通过政府授予的特许经营权进行运营收费，公司以股权结构比例享有约定的项目运营收益；当项目运营收益不足以达到合同约定的合理回报时，政府方提供可行性缺口补助。特许经营权到期之后公司将项目移交给政府。因公路行业 PPP 项目的特殊性，社会资本参与方多为公路施工或服务单位，如中铁建集团、中交路桥建设集团、甘肃省交通规划勘察设计院等央企或国企。业务模式上，公司现阶段公路项目建设主要采取“建设-运营-移交（Build-Operate-Transfer，简称：BOT）+设计施工总承包（EPC）”模式。资金来源方面，公司 PPP

项目资本金主要来源于政府财政预算和社会投资人。会计处理上，公司将收到政府项目资金计入“资本公积”，将未结算项目计入“在建工程”科目。

已完工项目方面，截至 2020 年 6 月末两徽高速公路正式通车并进入试运营期，待满两年后进行竣工验收及决算，公司其余经营性收费公路仍处于建设过程中，尚未通车运营，目前未实现公路通行费收入。

截至 2020 年 6 月末公司经营性收费公路共 7 条，总里程约 727.14 公里，总投资 752.64 亿元，已累计投资 314.20 亿元，尚需投资 438.44 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司在建经营性收费公路资本金累计 256.17 亿元，已到位 131.41 亿元，剩余非资本资金来源主要为银行贷款，公司未来投融资压力较大。截至 2020 年 6 月末，公司暂无拟建经营性收费公路项目。

**表 6：截至 2020 年 6 月末公司经营收费公路项目情况（亿元、年）**

项目名称	总投资	已投资	资本金	资本金来源	公司资本金比例	运营期	建设周期	状态
两徽高速公路	74.60	73.95	30.12	政府出资 49%；社会资本 51%	69.18%	30 年	2015~2019	通车试运营
金河高速公路	214.40	20.75	88.91	政府出资 48.42%；社会资本 52.58%	9.40%	30 年	2018~2023	在建
二车高速公路	72.46	20.97	25.36	政府出资 3.94%；社会资本 96.06%	99.79%	30 年	2018~2021	在建
敦当高速公路	119.57	76.85	46.63	政府出资 48.72%；社会资本 51.28%	54.13%	30 年	2017~2021	在建
彭大高速公路	120.87	75.60	24.17	政府出资 49%；社会资本 51%	100.00%	30 年	2017~2021	在建
柳敦高速公路	49.50	43.40	14.85	政府出资 34%；社会资本 66%	56.00%	30 年	2017~2020	在建
灵华高速公路	101.24	2.68	26.13	政府出资 3.83%；社会资本 96.17%	32.21	30 年	2019~2023	在建
<b>合计</b>	<b>752.64</b>	<b>314.20</b>	<b>256.17</b>	--	--	--	--	--

注：已投资额为审计披露在建工程年末余额，与实际支出可能存在小幅差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司是甘肃省内高速公路、国省干线等项目主要的建设、管理和运营主体，承担着甘肃省内国省干线和经营性收费公路的建设、运营任务，地位重要，业务可持续性较好，随着经营性收费公路的陆续竣工，未来预计将会形成较为可观的通行费收入。同时，中诚信国际也关注到公司在建经营性高速公路投资规模很大，未来公司投融资压力很大。

**公司工程施工业务资质较全，工程施工收入为公司主要收入来源，近年新签合同量较多，收入维持较大规模，但近年原材料价格上涨，也对利润形成一定压力**

公司工程施工业务主要由子公司甘肃路桥负责，以承接公路、桥梁等各类工程施工建设为主，具体业务包括公路工程、桥梁工程、隧道工程、房屋建筑工程等，是公司目前最主要的收入来源。甘肃路桥前身为甘肃省公路工程总公司，成立于 1991 年，注册资本 10.00 亿元。截至 2020 年 6 月末，甘肃路桥具有公路工程施工总承包特级资质，桥梁、隧道、公路路面、公路路基、机场场道工程专业承包壹级资质，市政公用工程施工总承包贰级资质，公路养护工程施工一类资质及对外承包

工程资格等，资质较全。

**表 7：截至 2020 年 6 月末甘肃路桥主要资质情况**

资质名称	获得时间
公路工程施工总承包特级	2016.03.11
桥梁工程专业承包壹级	2016.03.11
隧道工程专业承包壹级	2016.03.11
公路路面工程专业承包壹级	2016.03.11
公路路基工程专业承包壹级	2016.03.11
机场场道工程专业承包壹级	2016.03.11
市政公用工程施工总承包贰级	2016.03.04
公路养护工程施工从业资质一类	2017.10.16
对外(境外)承包工程资格	--
工程设计资质公路行业甲级	2015.12.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目承揽方面，甘肃路桥主要通过公开招投标的方式获得业主方的项目施工资格，以施工总承包方式承揽工程。项目分布上，甘肃路桥施工项目主要集中在甘肃省内，约占在手合同总额的 90% 以上；省外合同主要分布在河北、陕西等地，占比在 10% 以内。2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司新签合同数量分别为 46 个、31 个、56 个和 28 个，新签合同金额分别为 112.59 亿元、125.27 亿元、141.81 亿元以及 44.45 亿元。截至 2020 年 6 月末，甘肃路桥在手未完

工金额为210.11亿元，项目储备量充足，未来工程施工业务收入保障程度较高。

**表 8：2017~2019 年及 2020 年 1~6 月甘肃路桥在手合同情况**

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~6
新签合同金额（亿元）	112.59	125.27	141.81	44.45
新签合同数量（个）	46	31	56	28
期末在手未完工合同金额（亿元）	226.55	185.40	187.08	210.11

注：期末在手未完工合同金额较此前出具的评级报告有所差异，主要系公司根据实际情况对数据进行调整更正。

**表 9：2017~2019 年及 2020 年 1~6 月甘肃路桥原材料采购情况**

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~6
钢材	采购数量（万吨）	19.35	34.68	35.98
	平均价格（元/吨）	4,256.49	4,794.91	4,522.00
水泥	采购数量（万吨）	112.22	157.93	169.90
	平均价格（元/吨）	356.99	415.00	425.60
沥青	采购数量（万吨）	2.15	1.77	4.17
	平均价格（元/吨）	3,850.65	4,336.00	5,042.87
砂石料	采购数量（万吨）	838.81	1,380.06	1,552.11
	平均价格（元/吨）	88.61	69.21	110.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方式上，主要分为两种，对于传统项目，根据甘肃路桥与业主方签订的中标合同，中标后，业主方支付中标项目合同金额5%~10%的预付款；工程建设时，业主方定期按照工程进度进行结算，并将扣除工程质量保证金和农民工工资保证金（通常为工程款的5%和3%）后的工程款支付给公司，项目竣工验收后，业务方再将剩余10%工程款支付

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

甘肃路桥主要原材料为钢材、水泥、沥青以及砂石料。采购方式上，甘肃路桥对钢材、水泥以及沥青等主要原材料采用集中招标采购，对受市场价格波动影响不大的砂石料等原材料采取就近原则，由各项目部自主采购。供应商选择方面，目前甘肃路桥主要原材料供应商为兰州众联信商贸有限公司、甘肃银军物资有限责任公司、甘肃起辉物资有限公司等。

给公司。对于PPP项目，项目公司定期按照工程进度进行结算，并支付相应工程款。会计处理上，甘肃路桥施工项目按照完工百分比确认收入。2019年，审计机构将工程施工和公路养护业务收入在工程结算板块统一核算，不再单独区分。2019年公司实现工程结算收入123.58亿元，同比增长9.17%。

**表 10：截至 2020 年 6 月末甘肃路桥主要在建施工项目情况**

项目名称	传统/PPP	合同造价（亿元）	已完工	累计确认收入（亿元）	开工时间	业主方
S25 静庄高速	传统	41.90	97.11%	40.69	2017.11.05	甘肃省远大路业集团有限公司
G3011 敦当高速公路试验段 II 标段	传统	12.49	76.00%	9.81	2016.01.15	甘肃省公路交通建设集团有限公司
G341 线环县（二十里沟口）至车路岷公路项目	PPP	31.49	29.78%	9.72	2019.03.01	甘肃省二车项目管理公司
G215 线马鬃山至桥湾公路工程一标段	传统	22.63	12.51%	2.6	2019.11.01	甘肃省公路交通建设集团有限公司
G312 线清水驿至傅家窑段公路工程四标段	传统	17.91	0.89%	0.00	2020.04.25	甘肃省公路交通建设集团有限公司
G3011 柳园至格尔木国家高速公路敦煌至当金山口段	PPP	15.11	45.07%	6.30	2018.12.28	敦当项目公司
大岭山至新城项目	传统	13.51	0.00%	0.00	2020.02.14	甘肃省公路交通建设集团有限公司
湟池至浙川高速公路西峡至浙川段一标	传统	13.04	29.78%	9.72	2019.03.31	河南省尧栾西高速公路建设有限公司

合计	--	168.08	--	78.84	--	--
----	----	--------	----	-------	----	----

注：1、S25 静庄高速工程合同造价有所调整，2、已完工（%）=累计确认收入/合同造价金额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司工程施工资质较全，工程施工业务收入是公司营业总收入的主要构成，公司工程施工业务量大，收入维持较大规模；同时，中诚信国际关注到近年来公司工程施工主要原材料成本上升幅度较大，对公司工程施工利润形成一定压力。

### 公路养护业务是公司公路建设产业链中重要环节，收入规模较为稳定，是公司收入重要补充

公路养护业务板块是公司打造“融、投、建、养、营、运、服”全产业链中关键的业务环节，主要由子公司公发集团负责。

公发集团拥有公路养护工程、公路路基工程、路面工程专业承包、公路工程试验检测、公路工程监理等多种资质。近年来，公发集团着力打造集公路养护设计、咨询、研发、施工、监理、试验检测、应急保障等产学研为一体的公路养护全产业链，面向甘肃全省提供公路养护服务。业务模式上，公发集团与甘肃省属各公路局等业主单位按月计量结算，与劳务协作单位等下游企业按月劳务结算，以“招投标”方式从甘肃全省各公路局获取养护业务。养护公司主要从事公路日常养护维修管理、公路工程维修养护、公路养护材料及设备销售、建筑安装等相关产业服务。2018年7月，根据《省政府国资委关于将甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司所持甘肃省公航旅公路养护有限公司、甘肃公航旅工程咨询有限公司国有股权划转甘肃省交通建设集团有限公司的通知》（甘国资产权〔2018〕435号），养护公司100%股权被无偿划入公司。截至2020年6月末，公司在手公路养护项目为151个，合计合同金额为9.49亿元。

总体来看，公司养护业务资质齐全，是公司公路建设产业链中重要环节，近年收入规模较为稳定，是公司营业总收入的重要组成。

### 商品销售业务能带来一定的现金流，为公司收入重要补充，但受市场行情影响，存在较大波动性

公司商品销售业务主要由甘肃曼特睿尔公路材料研发有限责任公司（以下简称“曼特睿尔公司”）及甘肃路桥建设集团养护科技有限责任公司（以下简称“路桥养护公司”）负责。具体业务模式上，曼特睿尔公司和路桥养护公司从上游物资公司购买沥青、水泥、钢材、桥梁橡胶支座、锚具等原材料，二次加工后以成本加成一定毛利的价格销售给下游施工企业。公司商品销售业务主要是为了满足自身公路施工业务产生的原材料需求，属于延伸性业务。

目前，上游供应商主要为甘肃祁连山水泥集团股份有限公司、甘肃酒钢集团榆中钢铁有限责任公司、中石油燃料油有限责任公司西北销售分公司以及北京中物振华贸易有限公司等，公司与以上供应商均已签订长期战略合作协议。

销售方面，2019年公司对内销售方主要为在建高速公路各项目公司，对外销售方主要为中铁长安重工有限公司、中交一公局第五工程有限公司、中铁十五局集团物资有限公司、中国水电建设集团十五工程局有限公司等。结算方式上，公司商品采购主要采取以销定产，兼顾市场行情适当囤货的方式，主要采取先款后货的方式与上游供应商结算，主要采取先货后款的方式与下游施工企业进行结算。

收入方面，2017~2019年及2020年1~6月，公司商品销售业务收入分别为7.00亿元、5.30亿元、11.14亿元和2.91亿元，2019年因销量及价格的上升，公司销售业务收入大幅提高。

总体来看，公司商品销售业务作为延伸类业务，在满足自身业务的同时也能为公司带来一定的收入和利润，对公司营业总收入形成一定的补充，但受市场行情影响，也存在一定波动性。

## 战略规划及管理

**管理水平：**公司严格按照《中华人民共和国公司法》及其他相关法律法规的要求，制定了《公司章程》，建立了规范的公司治理结构和议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，不断完善和规范公司内部控制的组织架构，形成科学有效的职责分工和制衡机制，确保公司规范运作。同时，公司已建立了由出资人、董事会、监事会和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

**战略规划：**公司是甘肃省高速公路、国省干线投资、建设、运营及管理的重要主体，自成立以来，已逐步成为集“融、投、建、养、营、运、服”一体化的公路全产业链企业，在甘肃省内拥有突出的行业地位。公司战略目标逐渐发展成甘肃一流、西部领先、国内知名的交通产业龙头企业。未来公司将主要承担甘肃省十大生态产业发展和交通基础设施补短板“两大任务”，未来一段时期内，公司将通过以下五个方面逐步实现战略目标：一、扩大企业资产规模：公司将发挥自身优势，争取省内政策和资源倾斜，通过股权划转、调增资本等方式将集团发展壮大，进一步提升企业规模。二、提升企业市场地位：公司将依托一体化产业链优势，抢抓当前交通建设加快发展的机遇期，全力拓展市场，进一步提升市场份额，使公司在甘肃省公路建设运营领域占据省内主导地位。三、增强公路施工能力：公司将最大限度发挥公路建设特级资质作用，吸收具有高等级专业资质和更广阔施工范围的施工企业和人才队伍，增强公司公路整体施工力量，拓宽施工建设业务。四、做强公路服务相关业务：公司将进一步提升公路服务相关能力，全面提高增值服务收益。一方面通过做优试验检测、勘察设计、技术服务、咨询、监理、道路养护等公路建设配套服务，发挥传统业务对产业链的有效支持作用；另一方面，不断创新思路，积极拓展路衍经济、仓储物流、运输服务、租赁及其他新领域，为公司带来新的收入增长点。五、借鉴先进资本运作模式：公司将形

成一整套的公路投资、建设、运营、管理等体系和能力，利用公司产权清晰、资产完整、盈利能力强的优势，具备条件后在集团层面进行混合所有制改革，推动整体上市，放大国有资本，筹集更多的资本，加快甘肃省公路建设。

**总体来看，**公司组织结构完善、内部管理制度健全，能较好的适应公司业务发展的需要；公司未来发展规划符合自身发展以及满足甘肃省建设发展的战略规划。但中诚信国际也关注到公司成立时间较短，公司本部及子公司在相关制度的实施和运行方面尚需要一定的时间；同时，公司下属公司较多，面临一定的管控压力。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年三年连审审计报告、2019年审计报告以及公司提供的未经审计的2020年上半年财务报表。本报告各期财务数据均为期末数，公司财务报表根据新会计准则编制。

### 盈利能力

**公司收入来源较为稳定，营业总收入规模持续增长，营业毛利率有所波动；费用管控能力尚可，盈利能力逐年小幅增强**

公司目前暂未实现公路运营收入，营业收入主要来源于工程施工、公路养护施工等工程结算业务。2017~2019年及2020年1~6月公司营业总收入分别为99.39亿元、125.41亿元、141.21亿元和51.44亿元，呈持续稳步增长趋势，各期收入中工程施工业务收入占比均在八成以上。

2017~2019年及2020年1~6月，公司营业毛利率分别为13.83%、11.26%、12.82%和14.31%，有所波动。其中工程结算业务毛利率呈逐年小幅增长趋势；商品销售业务毛利率因原材料价格上涨等因素近年有所下降；工程服务业务毛利率逐年大幅下降，主要系人力成本增加所致。

**表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

项目	2017	2018	2019	2020.1-6
工程结算	11.09	11.15	12.15	12.97
商品销售	17.75	11.44	11.69	9.28
工程服务	39.76	20.17	15.91	29.40
其他业务	36.15	-2.02	45.93	-
<b>营业毛利率</b>	<b>13.83</b>	<b>11.26</b>	<b>12.82</b>	<b>14.31</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用呈逐年上升趋势，主要为管理费用和财务费用，其中管理费用主要为工资支出、折旧费及保险费等；因公司将大量利息支出进行资本化处理，财务费用规模相对较小。虽然近年公司营业总收入持续增加，但期间费用也保持较快的增长态势，使得公司三费收入占比逐年小幅上升，但仍处于 10% 以下，整体而言，公司期间费用控制能力尚可。

2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司利润总额分别为 4.45 亿元、4.84 亿元、6.22 亿元和 2.67 亿元，呈持续增长趋势，主要来自于经营性业务利润，分别为 6.14 亿元、4.61 亿元、5.22 亿元和 2.46 亿元。同期，公司营业外收入分别为 0.31 亿元、0.50 亿元、1.13 亿元和 0.18 亿元，以政府补助和业务补偿为主，对公司利润总额形成一定的补充。

2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司收现比分别为 1.02 倍、0.94 倍、1.08 倍和 1.27 倍，呈小幅波动趋势，公司款项回收能力整体尚可。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）**

	2017	2018	2019	2020.1-6
营业总收入	99.39	125.41	141.21	51.44
期间费用合计	7.06	9.06	12.23	4.64
三费收入占比	7.10	7.23	8.66	9.02
经营性业务利润	6.14	4.61	5.22	2.46
投资收益	0.24	0.06	0.26	0.16
资产减值损失	1.71	-0.16	-0.40	-
利润总额	4.45	4.84	6.22	2.67
收现比	1.02	0.94	1.08	1.27

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 资产质量

**随着业务的持续推进，公司总资产和总负债规模不断增长，同时，随着政府的注资，公司资本实力不**

**断增强，公司总资本化比率和债务结构尚处于合理水平；此外，公司资产中在建工程和应收类款项占比较高，资产流动性不佳**

2017~2020 年 6 月末，公司总资产分别为 623.61 亿元、774.52 亿元、822.25 亿元和 958.68 亿元，随着公路项目的逐年投入，公司总资产规模逐年增加。公司资产以非流动资产为主，且占比呈逐年上升趋势，同期末流动资产占总资产的比重分别为 50.23%、44.11%、34.00% 和 37.23%。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益中实收资本为 0.50 亿元，资本公积为 390.32 亿元，未分配利润为 16.29 亿元。公司资本公积主要为公路项目资本金及划入公司的资产和股权。近年来公司实收资本无变动，2019 年末资本公积较上年末减少 18.23 亿元，主要系下属子公司甘肃省交通投资管理有限公司股权划出所致；2020 年 6 月末公司资本公积较 2019 年末增加 89.78 亿元，其中 34.79 亿元为基建拨款，由专项应付款调整至资本公积，剩余主要为财政项目拨款；未分配利润随利润积累逐年上升，截至 2020 年 6 月末达到 16.29 亿元。此外，公司少数股东权益规模较大，2020 年 6 月末较 2019 年末增加 20.21 亿元至 70.49 亿元。公司 2020 年 1 月发行了 10 亿元永续公司债券，计入其他权益工具科目，偿付顺序等同于普通债务。

2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司总债务规模分别为 268.46 亿元、323.05 亿元、350.00 亿元和 396.11 亿元，同期资产负债率分别为 59.11%、53.59%、55.31% 和 48.78%。公司总债务规模持续上升，资产负债率有所波动，其中 2018 年因资产整合，资产负债率大幅下降；2019 年随着业务快速发展，债务规模上升较快；2020 年上半年，随着项目资本金注入及股权划转和债务转增资本的实施，公司资产负债率大幅下降。从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，2017~2020 年 6 月末，短期债务/总债务比值分别为 0.11 倍、0.11 倍、0.11 倍和 0.10 倍，较为稳定，债务期限结构较为符合公司业务特征。

公司资产以在建工程、其他应收款和货币资金为主。截至 2020 年 6 月末，公司在建工程规模为 565.50 亿元，占总资产的 58.99%，主要为在建公路项目投入；其他应收款为 87.36 亿元<sup>2</sup>，占总资产的 9.11%，主要为应收甘肃省及甘肃各地市交通运输局的款项，以往来款和押金为主；截至 2020 年 6 月末，公司货币资金为 136.15 亿元，较 2019 年末大幅增加，主要来自高速项目本金的拨付及债券发行、银行借款等融资资金，其中 1.56 亿元受限，受限规模较小，主要为各类保证金。公司整体资产质量一般，资产流动性较弱。

截至 2020 年 6 月末，公司应收类款项余额 120.51 亿元，占当期期末总资产的 12.57%，近年来应收类款项占总资产的比重持续下降，但仍保持较高水平。截至 2019 年末，公司应收账款前五大应收对象分别为甘肃远大路业集团有限公司、甘肃省公路建设管理集团有限公司、甘肃长达路业有限责任公司、浙江嘉悦石化有限公司和甘肃省平凉公路局，款项合计 11.42 亿元，占 2019 年末应收账款总额的比例为 30.13%。其中浙江嘉悦石化有限公司的款项已核查无法收回，目前已全额计提坏账准备 0.88 亿元。

**表 13：近年来公司资本结构及资产质量相关指标**

	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	623.61	774.52	822.25	958.68
在建工程（亿元）	282.89	364.26	505.34	565.50
其他应收款（亿元）	128.99	112.40	80.65	87.36
货币资金（亿元）	113.55	118.12	73.79	136.15
所有者权益合计（亿元）	255.02	359.47	367.47	491.01
实收资本（亿元）	0.50	0.50	0.50	0.50
资本公积（亿元）	233.50	318.77	300.54	390.32
未分配利润（亿元）	6.79	9.98	13.77	16.29
短期债务/总债务(X)	0.11	0.11	0.11	0.10
总资本化比率(%)	51.28	47.33	48.78	44.65
资产负债率(%)	59.11	53.59	55.31	48.78
应收类款项/总资产(%)	26.78	20.23	14.29	12.57

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司经营活动净现金流呈持续大幅净流入态势，

<sup>2</sup> 包含应收利息和应收股利

### EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所改善，但货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降

近年来公司经营活动现金流呈持续净流入状态，且规模不断增大，其中 2019 年较 2018 年大幅增加，主要系收到工程施工等业务的工程款及项目的拨付款增加所致。公司投资活动现金流呈持续净流出状态，主要系公路项目持续大幅投入所致。筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障，近年呈持续净流入状态，但规模逐年下降。

公司 EBITDA 和债务规模均逐年上升，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所增强，对利息支出的覆盖情况有所波动，但 2019 年仍能足额覆盖；2019 年随着经营活动净现金流的大幅增加，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力大幅提升。

2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所波动，由 2017 年末的 3.95 倍下降至 2019 年末的 1.89 倍，2020 年 6 月末上升至 3.37 倍，公司货币资金对短期债务的覆盖能力整体良好。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2017	2018	2019	2020.1~6
经营活动净现金流（亿元）	0.28	7.05	62.60	20.79
投资活动净现金流（亿元）	-61.82	-52.20	-152.12	-33.96
筹资活动净现金流（亿元）	98.79	50.66	44.30	75.36
经营净现金流/总债务(X)	0.00	0.02	0.18	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.05	0.52	5.24	--
货币资金/短期债务(X)	3.95	3.22	1.89	3.37
总债务/EBITDA(X)	27.95	28.38	24.54	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.68	0.83	1.19	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务分布<sup>3</sup>方面：公司 2020~2023 年及 2024 年以后到期债务分别为 48.24 亿元、45.23 亿元、21.82 亿元、27.71 亿元和 197.01 亿元，公司债务到期分布较为平均。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 137.65 亿元，占总资产的比重为 14.36%，其中

<sup>3</sup> 审计报告未将长期债务中的一年内到期部分调入一年内到期的非流动负债科目，此处到期债务分布数据按调整后金额核算。

包括在建工程（质押收费权对应的在建工程）129.62亿元、应收账款质押 5.50 亿元、固定资产抵押 0.97 亿元、货币资金受限 1.56 亿元，较大规模的受限资产可能会对公司再融资产生一定的影响。

或有事项方面，截至 2020 年 6 月末，公司及子公司对外担保余额合计 12.85 亿元，占净资产比重为 2.62%，担保对象为敦煌国际酒店有限责任公司、甘肃省交通工程建设监理有限公司和甘肃省长城建设集团有限责任公司，均为甘肃省的国有企业，具有一定的或有负债风险。

银行授信方面，截至 2020 年 6 月末，公司及下属子公司获得的银行授信总额 856.28 亿元，其中未使用授信余额 505.31 亿元。

过往债务履约情况方面，根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 1 日，公司无未结清不良贷款记录，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 外部支持

### 支持能力

**资源投入及协调能力：**甘肃省承东启西，连南带北，区位优势突出，近年经济持续稳步发展，在一带一路、丝绸之路经济带战略发展下，经济财政发展前景向好，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

### 支持意愿

**区域垄断性及地位重要性：**公司是经甘肃省人民政府批注设立的国资公司，是甘肃省公路建设、运营的重要主体，承担了甘肃省高速公路、国省干线等公路项目的建设、运营及管理工作。根据甘肃省政府定位，公司为公路建设领域专业化产业公司，是经营性收费公路的建设主体，地位重要，甘肃省国资委为公司唯一控股股东及实际控制人。

**历史支持记录：**从历史获得支持情况来看，上级股东主要从项目建设、股权划拨和政府补助三个

维度进行支持：1) 项目建设方面，公司是甘肃省公路建设专业化公司，是甘肃省内高速公路、国省干线等公路项目的建设主体，公司业务具有一定的区域垄断性。2) 股权划拨方面，甘肃省国资委将所持有的甘肃省高速公路服务有限公司、甘肃公航旅公路养护有限公司、甘肃公航旅工程咨询有限公司等国有股权划转至公司。3) 财政补贴方面，为支持公司对高速公路、国省干线及相关业务的建设、管理，甘肃省财政厅、省交通厅等部门根据项目进度，定期对公司下达车辆购置税收入补助、一般债券公路建设资金、专项债券公路建设资金等资金拨款计划。2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司分别到项目拨款 16.48 亿元、48.45 亿元、52.01 亿元和 54.99 亿元。

## 评级结论

综上，中诚信国际评定甘肃省公路交通建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“甘肃省公路交通建设集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

# 中诚信国际关于甘肃省公路交通建设集团有限公司 2020 年公 开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

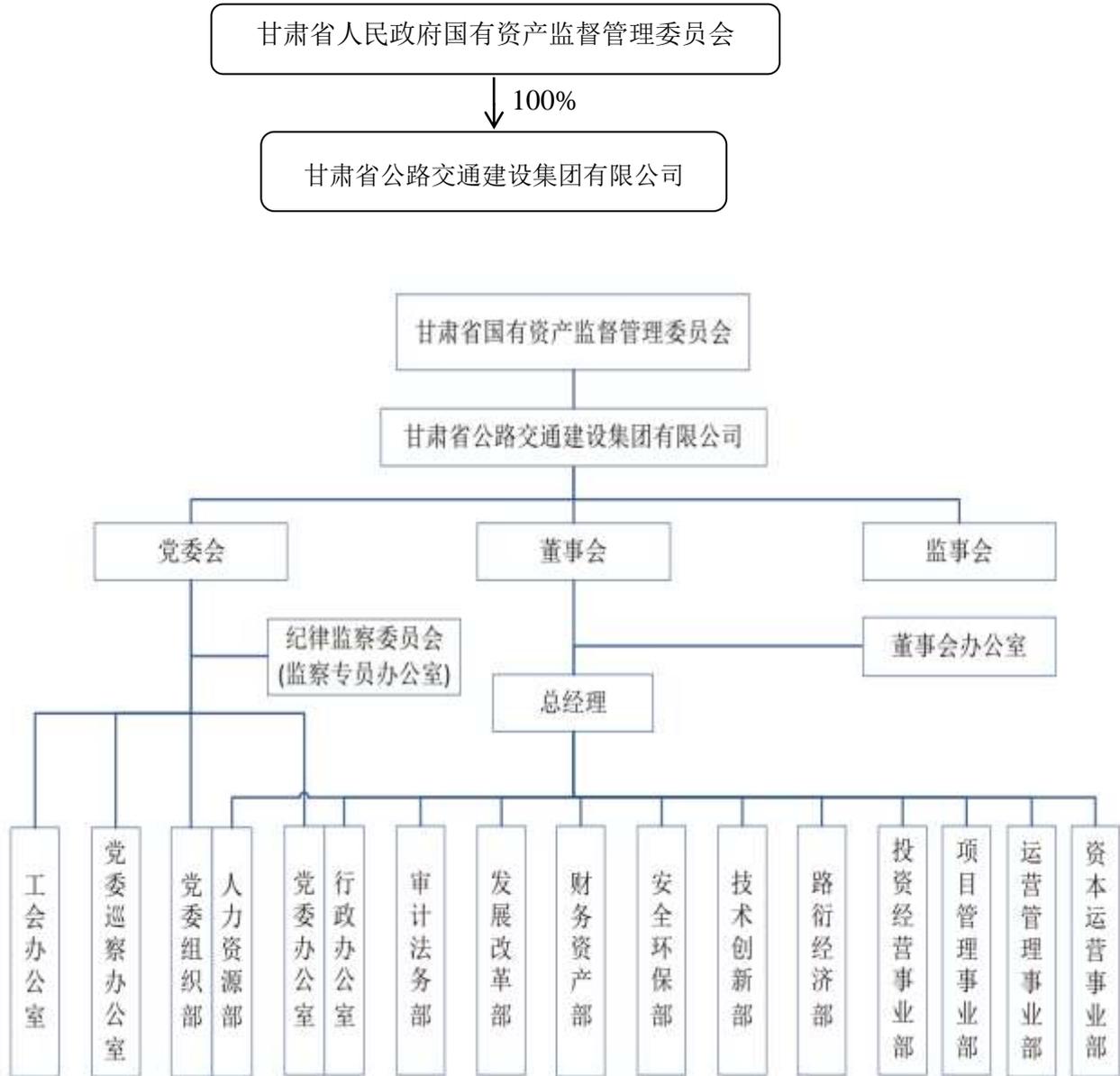
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 10 月 26 日

## 附一：甘肃省公路交通建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：甘肃省公路交通建设集团有限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	2020.6
货币资金	1,135,522.15	1,181,161.33	737,876.35	1,361,516.32
应收账款	368,169.14	436,831.92	366,077.40	330,281.39
其他应收款	1,289,930.18	1,124,033.23	807,857.28	873,625.04
存货	186,222.13	285,611.35	393,026.23	501,161.89
长期投资	106,892.01	492,823.28	144,611.68	143,171.20
在建工程	2,828,929.80	3,642,554.20	5,053,433.02	5,654,971.60
无形资产	8,114.23	16,879.68	25,109.90	22,517.50
总资产	6,236,087.47	7,745,222.35	8,222,544.29	9,586,795.37
其他应付款	173,222.48	222,676.26	60,012.73	87,511.96
短期债务	287,464.00	366,605.51	390,914.17	404,194.00
长期债务	2,397,163.48	2,863,886.87	3,109,093.70	3,556,858.63
总债务	2,684,627.48	3,230,492.38	3,500,007.87	3,961,052.63
总负债	3,685,936.35	4,150,475.95	4,547,838.54	4,676,697.84
费用化利息支出	12,380.56	19,301.51	35,836.69	--
资本化利息支出	44,787.48	117,231.87	83,692.44	--
实收资本	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
少数股东权益	129,788.31	277,206.28	502,779.66	704,870.99
所有者权益合计	2,550,151.12	3,594,746.39	3,674,705.75	4,910,097.53
营业总收入	993,863.68	1,254,137.46	1,412,055.35	514,408.18
经营性业务利润	61,381.95	46,112.55	52,199.58	24,584.87
投资收益	2,393.60	610.27	2,645.89	1,586.01
净利润	37,155.65	39,621.64	47,580.67	25,441.96
EBIT	56,960.94	67,710.92	98,014.44	--
EBITDA	96,047.02	113,810.53	142,634.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,009,595.28	1,179,718.44	1,527,934.67	653,768.06
收到其他与经营活动有关的现金	292,320.11	1,069,354.98	1,578,524.96	929,981.33
购买商品、接受劳务支付的现金	719,718.35	1,218,204.87	1,294,569.17	858,155.38
支付其他与经营活动有关的现金	416,897.79	775,085.40	978,375.56	434,353.25
吸收投资收到的现金	46,354.43	54,947.68	210,901.18	201,884.38
资本支出	479,017.45	523,772.84	1,376,379.38	336,597.39
经营活动产生现金净流量	2,843.44	70,507.96	626,029.12	207,878.10
投资活动产生现金净流量	-618,239.39	-522,011.66	-1,521,186.53	-339,641.02
筹资活动产生现金净流量	987,919.06	506,552.52	442,954.35	753,599.36
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	13.83	11.26	12.82	14.31
期间费用率(%)	7.10	7.23	8.66	9.02
应收类款项/总资产(%)	26.78	20.23	14.29	12.57
收现比(X)	1.02	0.94	1.08	1.27
总资产收益率(%)	1.05	0.97	1.23	--
资产负债率(%)	59.11	53.59	55.31	48.78
总资本化比率(%)	51.28	47.33	48.78	44.65
短期债务/总债务(X)	0.11	0.11	0.11	0.10
FFO/总债务(X)	0.04	0.03	0.04	0.10
FFO利息倍数(X)	1.80	0.77	1.03	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.05	0.52	5.24	--
总债务/EBITDA(X)	27.95	28.38	24.54	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.31	0.36	--
货币资金/短期债务(X)	3.95	3.22	1.89	3.37
EBITDA利息覆盖倍数(X)	1.68	0.83	1.19	--

注：1、公司各期财务报告均根据新会计准则编制；2、为准确计算债务，中诚信国际将长期应付款中的有息部分计入长期债务；3、公司未提供2020年上半年现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

### 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+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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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)
	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。