

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）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：侯一甲 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：黄 伟 whuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 29 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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）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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2544号

甘肃省公路交通建设集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 甘交 G1”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

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持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；维持“20 甘交 G1”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、公司总资产规模持续增长、资产负债率下降以及合并范围扩大、营业总收入快速增长等方面的优势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、未来仍面临较大的投融资压力、资产流动性较弱和股权变更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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	774.52	822.25	1,121.55	1,138.92
所有者权益合计（亿元）	359.47	367.47	537.81	553.56
总负债（亿元）	415.05	454.78	583.74	585.36
总债务（亿元）	323.05	350.00	447.42	467.16
营业总收入（亿元）	125.41	141.21	211.67	35.56
经营性业务利润（亿元）	4.61	5.22	6.87	-0.40
净利润（亿元）	3.96	4.76	5.61	-0.39
EBITDA（亿元）	11.38	14.26	20.21	--
经营活动净现金流（亿元）	7.05	62.60	49.19	1.35
收现比（X）	0.94	1.08	0.71	1.08
营业毛利率（%）	11.26	12.82	11.88	9.96
应收类款项/总资产（%）	20.23	14.29	12.80	11.46
资产负债率（%）	53.59	55.31	52.05	51.40
总资产化比率（%）	47.33	48.78	45.41	45.77
总债务/EBITDA（X）	28.38	24.54	22.13	--
EBITDA 利息倍数（X）	0.83	1.19	1.28	--

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 2021 年一季报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，战略地位重要。
- **总资产规模持续增长，资产负债率有所下降。**2020 年末公司总资产规模达到 1,121.55 亿元，较上年末增长 36.40%；同期末资产负债率较上年末下降 3.26 个百分点至 52.05%，2021 年 3 月末进一步下降至 51.40%。
- **八冶建设集团有限公司（以下简称“八冶集团”）纳入合并范围，公司营业总收入快速增长。**2020 年，公司将八冶集团纳入

同行业比较

2020 年同区域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)
甘肃省公路交通建设集团有限公司	1,121.55	537.81	52.05	211.67	5.61	49.19
甘肃省国有资产投资集团有限公司	2,794.54	1,091.07	60.96	2,811.11	14.84	165.12

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信 用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行 金额	债券 余额	存续期	特殊条款
20 甘交 G1	AAA	AAA	2020/10/26	10.00	10.00	2020/11/11~2025/11/11	存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

资料来源：中诚信国际整理

合并范围，工程施工资质更为全面，当年实现营业总收入 211.67 亿元，较上年增长 49.90%。

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。**截至 2021 年 3 月末，公司总债务达到 467.16 亿元；公司在建和拟建经营性收费公路总投资 856.96 亿元，其中资本金 277.03 亿元，已累计完成投资 402.48 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。
- **资产流动性较弱。**截至 2021 年 3 月末，公司在建工程规模为 752.28 亿元，占总资产的 66.05%；公司应收类款项余额 130.52 亿元，占当期末总资产的 11.46%，公司资产流动性较弱。
- **对公司股权变更后影响持续关注。**根据公司 2021 年 3 月 31 日发布的《甘肃省公路交通建设集团有限公司关于修订〈公司章程〉部分条款的公告》，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”）作为持股主体，合并公司财务报表，享有国有资本收益权。在公航旅集团改革到位之前，实行过渡管理，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”）对公司履行出资人职责、国有资产监管职责和党的建设职责，行使出资人职权。中诚信国际对公司股权变更事项对公司的后续影响持续关注。

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，致使股东及相关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；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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司于 2020 年 11 月 11 日发行“20 甘交 G1”（债券代码为：SH163119），发行规模为 10.00 亿元，发行期限为 3+2 年，票面利率为 4.08%。截至 2021 年 6 月 24 日，上述债券的募集资金已使用 9.99 亿元，剩余未使用 0.01 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年甘肃省经济财政保持持续增长态势，高于全国平均水平，但财政平衡率仍处于较低水平

近年来，甘肃省经济保持持续增长态势，2020 年甘肃省实现地区生产总值（GDP）9,016.7 亿元，同比增长 3.9%。其中，第一产业增加值 1,198.1 亿

元，同比增长 5.4%；第二产业增加值 2,852.0 亿元，同比增长 5.9%；第三产业增加值 4,966.5 亿元，同比增长 2.2%，三次产业结构由 2019 年的 12.05:32.83:55.12 调整为 2020 年的 13.3:31.6:55.1，2020 年第一产业比重有所提高。按常住人口计算，2020 年甘肃省人均地区生产总值为 32,995 元。固定资产投资方面，2020 年甘肃省固定资产投资较上年增长 7.9%。

财政方面，甘肃省 2020 年的一般公共预算收入为 874.5 亿元，虽受疫情影响，但同口径增速仍达到了 4.6%，高于全国平均水平。财政平衡率方面，2020 年为 21.05%，处于较低水平，且呈持续下降趋势，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，2020 年甘肃省债务限额为 4,351.8 亿元（一般债务 2,198.3 亿元），余额为 3,941.9 亿元（一般债务 2,101.9 亿元）。

表 1：2018-2020 年甘肃省经济及财政主要指标（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
GDP	8,246.1	8,718.3	9,016.7
GDP 增速（%）	6.3%	6.2%	3.9%
一般公共预算收入	870.8	850.2	874.5
其中：税收收入	610.4	577.6	567.9
政府性基金收入	550.8	519.2	649.2
转移性收入	3,454.1	3,370.2	--
一般公共预算支出	3,774.1	3,956.7	4,154.9
财政平衡率(%)	23.07%	21.49%	21.05%

注：1、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：甘肃省统计局，中诚信国际整理

2020 年公司高速公路项目仍未实现通行费收入，在建项目量充足，未来面临着较大的投融资压力

2020 年公司经营性收费公路和非收费公路建设、运营主体和业务模式无变化。其中国省干线的建设主要采取传统模式，由甘肃省财政厅、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，资金缺口和滞后的情况由公司先行垫付。公司经营性收费公路项目建设、运营主要采取 PPP 模式。

截至 2021 年 3 月末，传统模式下，公司已完工国省干线项目 19 个，总投资 126.27 亿元，已投资

109.72 亿元，其中财政拨款 103.54 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 2021 年 3 月末，

公司在建国省干线项目 13 个，总投资 547.76 亿元，已投资 143.84 亿元，其中财政拨款 147.78 亿元，尚需投资 403.92 亿元，未来投资压力较大。

表 2：截至 2021 年 3 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
已完工				
G312 线平凉至界石铺段维修改造工程	2015~2018	3.26	2.69	2.84
G312 线柳园至星星峡段	2016~2018	6.04	4.27	4.61
G247 线会宁至靖远公路	2015~2019	18.26	18.67	8.13
G109 线白银至兰州段	2016~2018	4.39	3.28	3.33
G345 线玛曲至青海久治公路	2016~2019	7.00	6.31	6.75
G309 线会宁汉家岔至榆中定远镇公路改建工程	2016~2019	5.06	4.61	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	2016~2019	6.66	5.54	6.68
G309 线板桥至小园子段	2016~2019	10.52	10.35	10.52
G310 线陇西至临洮段	2017~2019	11.65	8.55	11.65
G312 线嘉峪关至清泉（玉门）段	2016~2019	2.20	2.10	2.72
G312 线清泉至七墩段	2016~2019	7.10	6.51	9.32
G312 线七墩至瓜州段	2016~2019	6.77	6.21	6.47
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	2017~2020	17.50	16.11	13.81
G248 线江果河至迭部扎古录镇段	2016~2020	1.02	1.10	1.32
G248 线江果河至迭部扎古录镇段洮河大桥	2020~2020	0.39	0.43	0.00
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	2016~2019	8.81	2.35	1.73
G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	2016~2019		4.79	6.17
G327 线镇原至王咀子（甘宁界）段工程	2019~2020	3.39	3.09	2.36
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	2016~2020	6.25	2.76	0.09
小计	--	126.27	109.72	103.54
在建				
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	2016~2021	16.56	10.95	6.22
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	2016~2019	10.48	21.89	33.12
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	2016~2021	24.13		
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	2016~2019	2.86	2.70	1.15
舟曲立节至四川永和三级公路	2016~2020	10.40	3.34	4.44
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	2019~2021	2.70	1.74	1.13
S38 线王格尔塘至夏河（桑科）高速公路项目	2019~2022	64.80	37.40	35.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	2019~2022	44.46	19.48	13.00
G312 线七墩至瓜州公路工程	2019~2022	27.96	8.92	8.00
G75 兰州至海口高速兰州段长大坡整治工程	2020~2024	20.76	10.02	9.00
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	2020~2024	133.71	21.86	23.00
S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	2021~2024	83.14	0.02	3.19
G569 线西渠至民勤至武威公路项目	2018~2021	105.80	5.52	10.00
小计	--	547.76	143.84	147.78

注：已投资额为实际支出金额，与审计披露在建工程年末余额可能存在小幅差异
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，PPP 模式下，两徽高速公路、敦当高速公路和柳敦高速公路目前已处于试运营期，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 2021 年 3 月末公司在建及拟建经营性收费公路项目共 8 条，总投资 856.96 亿元，已累计投资 402.48 亿元，尚需投资 453.88 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司经营性收费公路资本金累计 277.03 亿元，剩余非资本金资金来源

主要为银行贷款，公司未来投融资压力较大。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司经营性收费公路项目情况（亿元）

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	74.60	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	20.76	88.91	政府出资 48% 社会资本 52%	9.40%	30 年	2017 ~2022	在建
二车高速公路	72.46	48.57	25.36	政府出资 4% 社会资本 96%	99.79%	30 年	2018 ~2021	在建
敦当高速公路	119.57	100.30	46.63	政府出资 49% 社会资本 51%	54.13%	30 年	2017 ~2021	通车试运营
彭大高速公路	120.87	95.51	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	48.50	14.85	政府出资 34% 社会资本 66%	56.00%	30 年	2017 ~2021	通车试运营
灵华高速公路	101.24	14.24	26.13	政府出资 4% 社会资本 96%	32.20%	30 年	2019 ~2023	在建
打扮梁至庆城公路	104.32	0.00	20.86	政府出资 48% 社会资本 52%	100.00%	30 年	2021 ~2025	拟建
合计	856.96	402.48	277.03	--	--	--	--	--

注：1、已投资额为实际支出金额，与审计披露在建工程年末余额可能存在小幅差异；2、通车试运营项目未完成决算，仍然是在建项目中统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。

2020 年受益于八冶集团的划入，公司工程施工资质更为全面，工程施工收入大幅增加

2020 年，公司将八冶建设集团有限公司（以下简称“八冶集团”）纳入合并范围，公司新增建筑工程施工总承包特级、矿山工程施工总承包壹级、冶金工程施工总承包壹级、石油化工工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等多项资质，公司工程施工业务资质更加全面，业务竞争力进一步增强。

¹ 截至 2020 年末八冶集团总资产 52.75 亿元，总负债 37.94 亿元，2020 年实现营业收入 61.50 亿元，实现净利润 0.46 亿元。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要资质情况

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
公路养护工程施工从业资质一类	2017.10.16
建筑工程施工总承包特级	2020.03.11
矿山工程施工总承包壹级	2020.03.11
冶金工程施工总承包壹级	2020.03.11
石油化工工程施工总承包壹级	2020.03.11
市政公用工程施工总承包壹级	2020.03.11
机电工程施工总承包壹级	2020.03.11
钢结构工程专业承包壹级	2020.03.11
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

合同项目方面，2020 年甘肃路桥新签合同 65 个，新签合同金额 150.07 亿元，均较上年有所提高。截至 2021 年 3 月末，甘肃路桥在手未完工合同金额为

208.68亿元，项目储备量充足，未来工程施工业务收入保障程度较高。2019年开始，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。受益于八冶集团纳入合并范围，2020年公司实现工程结算收入168.86亿元，同比增长21.67%。

表 5：2018-2020 年及 2021 年 1-3 月公司在手合同情况

甘肃路桥	2018	2019	2020	2021.1~3
新签合同金额 (亿元)	125.27	141.81	150.07	37.00
新签合同数(个)	31	56	65	17
期末在手未完工合同 金额(亿元)	185.40	187.08	205.69	208.68
八冶集团	2018	2019	2020	2021.1~3
新签合同金额 (亿元)	75.00	62.50	45.20	13.70
新签合同数(个)	430	394	209	35
期末在手未完工合同 金额(亿元)	5.00	8.50	10.70	20.30

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司工程施工资质更为齐备，工程施工业务收入占公司营业总收入比重增加，公司工程施工业务量大，未来收入较有保障；同时，中诚信国际也关注到近年来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，是公司收入的重要补充

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。截至 2021 年 3 月末，公司在手公路养护项目 53 个，合同金额合计 11.03 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。

2020 年得益于销量增加和价格提升，公司商品销售业务收入大幅增加，系公司收入的第二大来源

2020 年公司商品销售业务运营主体和业务模式无变化。甘肃交通物资商贸集团有限公司和甘肃路桥建设集团养护科技有限责任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。

2020 年，上游供应商主要为甘肃祁连山水泥集团股份有限公司、甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司、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，公司对内销售方主要为在建高速公路各项目公司，对外销售方主要为贵州桥梁建设集团有限责任公司、中交第三公路工程局有限公司、兰州浩翔源工贸有限公司等公路施工企业。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，2020 年公司实现商品销售业务收入 31.21 亿元，较 2019 年大幅增长 180.16%，主要系 2020 年产品销量和产品价格的上升所致。

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，近年发展较快，已成为公司收入的第二大来源。

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 2018~2020 年审计报告和经公司提供的 2021 年一季度报表。公司财务报表均根据新会计准则编制，各期数据均采用期末数。

2020 年公司营业总收入持续增长，营业毛利率小幅下降；费用管控能力和收现情况有所下滑

2020 年公司实现营业收入 211.67 亿元，同比增长 49.90%。主要来自工程施工业务收入和商品销售业务收入，其中工程施工业务收入受益于八冶集团纳入合并范围，收入规模增加，商品贸易业务随着业务的逐步拓展，收入规模逐年大幅提升。其他业务收入增长主要来自房地产业务的增长。毛利率方面，2020 年工程结算业务毛利率小幅下降，商品贸易业务因成本上升毛利率较上年下降 2.62 个百分点，公司营业毛利率整体小幅下降至 11.88%。

表 6：公司主要板块收入结构及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
工程结算	113.59	123.58	168.86
商品销售	5.30	11.14	31.21
工程服务	4.50	3.96	4.66
其他业务	2.03	2.52	6.94
合计	125.41	141.21	211.67
毛利率	2018	2019	2020
工程结算	11.15	12.15	11.41
商品销售	11.44	11.69	9.07
工程服务	20.17	15.91	16.71
其他业务	-2.02	45.93	20.89
合计	11.26	12.82	11.88

注：1、工程结算收入主要包括工程施工收入和公路养护收入；2、其他业务主要包括房地产、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长，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，公司

应加强对期间费用的管控。

公司自身盈利水平尚可，呈逐年小幅增强趋势。公司利润总额主要来自经营性业务利润，2020 年公司实现利润总额 7.21 亿元，其中经营性业务利润 6.87 亿元。此外，当年公司收到其他收益 3.71 亿元，以政府补贴为主。收现情况方面，2020 年公司收现比下降至 0.71 倍，公司款项回收能力有所下滑。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	125.41	141.21	211.67	35.56
期间费用合计	9.06	12.23	20.67	3.83
三费收入占比	7.23	8.66	9.77	10.76
经营性业务利润	4.61	5.22	6.87	-0.40
投资收益	0.06	0.26	0.45	0.09
其他收益	0.00	0.00	3.71	0.04
利润总额	4.84	6.22	7.21	-0.34
收现比	0.94	1.08	0.71	1.08

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着业务的持续推进，公司总资产和总负债规模不断增长，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

随着公司公路建设项目的不断推进，截至 2021 年 3 月末公司总资产规模达到 1,138.92 亿元。公司总资产以在建工程、其他应收款和货币资金为主。截至 2021 年 3 月末公司在建工程规模为 752.28 亿元，占总资产的 66.05%，主要为在建公路项目投入；其他应收款为 86.80 亿元，占总资产的 7.62%，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；公司货币资金为 74.68 亿元，其中 2.52 亿元已受限，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。

表 8：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	774.52	822.25	1,121.55	1,138.92
在建工程	364.26	505.34	720.56	752.28
其他应收款	112.40	80.65	95.68	86.80
货币资金	118.12	73.79	84.47	74.68
所有者权益合计	359.47	367.47	537.81	553.56

实收资本	0.50	0.50	0.50	0.50
资本公积	318.77	300.54	404.57	421.02
未分配利润	9.98	13.77	17.69	17.47
短期债务/总债务	0.11	0.11	0.11	0.14
总债务	323.05	350.00	447.42	467.16
总资本化比率	47.33	48.78	45.41	45.77
资产负债率	53.59	55.31	52.05	51.40
应收类款项/总资产	20.23	14.29	12.80	11.46

注：其他应收款未包含应收股利

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债规模方面，2020年末公司负债总额较上年末增加128.96亿元至583.74亿元，增长主要来自应付债券和长期应付款的增加。截至2021年3月末，公司负债总额为585.36亿元，主要由长期借款、应付债券、短期借款、应付账款和长期应付款构成，占比分别为54.38%、10.93%、10.66%、8.85%和3.65%。其中应付账款主要为各工程项目的质保金，长期应付款中包含22.70亿元的融资租赁借款。公司有息债务规模随着负债的增加而上升，2021年3月末公司总资本化比率为45.77%，受益于所有者权益的大幅增加而较2019年末明显下降。

所有者权益方面，截至2020年末，公司所有者权益中实收资本为0.50亿元，资本公积为404.57亿元，较2019年末大幅增加104.03亿元，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。此外，公司少数股东权益规模较大，2020年末达到102.23亿元，主要来自PPP项目其他社会出资人出资。公司2020年发行了10亿元永续期企业债券，计入其他权益工具科目，偿付顺序等同于普通债务。

债务结构方面，公司债务以长期债务为主，2020年末短期债务/总债务为0.11倍，债务结构较为符合公司业务特征。

公司经营活动现金流保持持续净流入状态，EBITDA对债务本息的覆盖能力有所改善；货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降，但仍可足额覆盖

受益于大量工程款和项目拨款的拨付，近年公司经营活动现金流呈持续净流入状态。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。

2020年公司EBITDA和债务规模均有所上升，EBITDA对债务本息的覆盖能力均小幅增强；经营活动净现金流对总债务的覆盖能力减弱，但仍能足额覆盖利息支出。2020年，公司货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降，但仍可足额覆盖。

表9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	7.05	62.60	49.19	1.35
投资活动净现金流	-52.20	-152.12	-208.86	-30.30
筹资活动净现金流	50.66	44.30	163.22	16.70
经营净现金流/总债务	0.02	0.18	0.11	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.52	5.24	3.12	--
货币资金/短期债务	3.22	1.89	1.76	1.17
总债务/EBITDA	28.38	24.54	22.13	--
EBITDA利息覆盖倍数	0.83	1.19	1.28	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司债务到期分布较为分散，短期偿债压力适中；受限资产规模较大，备用流动性较充足

到期债务分布方面：公司2021年4~12月及2022~2024年到期债务分别为48.17亿元、62.96亿元、27.04亿元和32.698亿元，公司债务到期分布较为平均，短期债务压力适中。

截至2021年3月末，公司受限资产账面价值合计384.89亿元，占总资产的比重为33.79%，其中包括在建工程（质押收费权对应的在建工程）374.01亿元、应收账款质押5.80亿元、固定资产抵押2.03亿元、存货抵押0.39亿元、货币资金受限2.52亿元、无形资产0.14亿元，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2021年3月末，公司及子公司对外担保余额合计13.80亿元，占净资产比重为2.49%，担保对象为敦煌国际酒店有限责任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，暂无反担保措施，具有一定的或有负债风险。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司及下属子公司获得的银行授信总额 866.17 亿元，其中未使用授信余额 470.59 亿元，备用流动性较充足。

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 2021 年 6 月 11 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

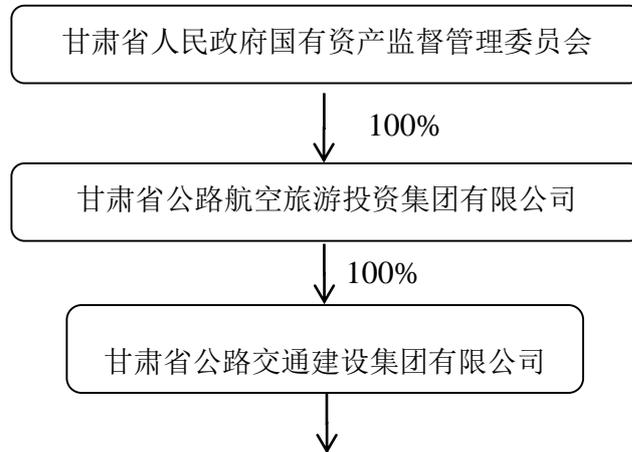
公司作为甘肃省重要的公路建设和运营主体，2020 年继续获得股东的资金补贴

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。从获得具体支持情况来看，2020 年将八冶集团纳入公司合并范围，使得公司工程施工资质更为全面；同期，上级股东从财政补贴上对公司进行支持，2020 年末公司资本公积较 2019 年末大幅增加 104.03 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。此外，公司获得其他收益 3.71 亿元，以各项政府补贴为主。

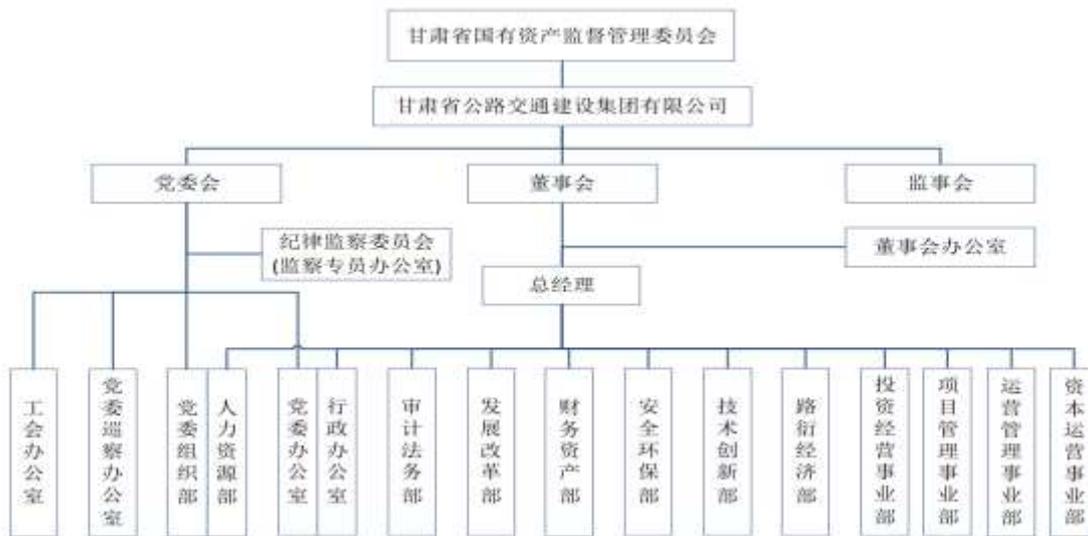
评级结论

综上，中诚信国际维持甘肃省公路交通建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 甘交 G1”的债项信用等级 **AAA**。

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 2021 年 3 月末）



全称	股权比例
甘肃路桥建设集团有限公司	100%
甘肃省公路发展集团有限公司	100%
甘肃省高速公路服务有限公司	100%
甘肃省交通科学研究院集团有限公司	100%
甘肃省交通物资商贸集团有限公司	100%



注：根据甘肃省国资委《关于甘肃省公路交通建设集团有限公司公司章程部分条款修改的批复》（甘国资改革[2021]77号），甘肃省国资委为公司出资人，甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司作为公司的持股主体，合并财务报表，享有国有资本收益权，并在甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司国有资本投资公司改革到位之前，实行过渡管理，甘肃国资委依照《公司法》、《企业国有资产法》等法律、法规及公司章程的规定，对公司履行出资人职责、国有资产监管职责和党的建设职责。

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,181,161.33	737,876.35	844,670.81	746,779.48
应收账款	436,831.92	366,077.40	474,681.81	435,632.86
其他应收款	1,124,057.24	807,857.28	960,099.85	868,029.16
存货	285,611.35	393,026.23	621,461.08	590,243.89
长期投资	492,823.28	144,611.68	256,950.69	267,740.59
在建工程	3,642,554.20	5,053,433.02	7,205,624.17	7,522,757.46
无形资产	16,879.68	25,109.90	44,292.01	44,956.56
总资产	7,745,222.35	8,222,544.29	11,215,492.54	11,389,204.14
其他应付款	224,886.34	60,012.73	259,390.49	254,404.40
短期债务	366,605.51	390,914.17	481,029.70	637,742.31
长期债务	2,863,886.87	3,109,093.70	3,993,137.22	4,033,893.12
总债务	3,230,492.38	3,500,007.87	4,474,166.92	4,671,635.43
总负债	4,150,475.95	4,547,838.54	5,837,397.68	5,853,620.80
费用化利息支出	19,301.51	35,836.69	85,238.68	--
资本化利息支出	117,231.87	83,692.44	72,493.36	--
实收资本	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
少数股东权益	277,206.28	502,779.66	1,022,267.96	1,020,716.82
所有者权益合计	3,594,746.39	3,674,705.75	5,378,094.86	5,535,583.34
营业总收入	1,254,137.46	1,412,055.35	2,116,659.94	355,642.88
经营性业务利润	46,112.55	52,199.58	68,709.08	-3,950.61
投资收益	610.27	2,645.89	4,492.85	877.38
净利润	39,621.64	47,580.67	56,088.00	-3,887.76
EBIT	67,710.92	98,014.44	157,347.69	--
EBITDA	113,810.53	142,634.46	202,133.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,179,718.44	1,527,934.67	1,511,396.29	385,794.22
收到其他与经营活动有关的现金	1,069,354.98	1,578,524.96	2,017,909.95	291,089.33
购买商品、接受劳务支付的现金	1,218,204.87	1,294,569.17	1,122,100.81	478,760.34
支付其他与经营活动有关的现金	775,085.40	978,375.56	1,619,125.52	124,056.34
吸收投资收到的现金	54,947.68	210,901.18	521,822.96	100.00
资本支出	523,772.84	1,376,379.38	2,096,406.48	293,076.98
经营活动产生现金净流量	70,507.96	626,029.12	491,912.56	13,470.71
投资活动产生现金净流量	-522,011.66	-1,521,186.53	-2,088,558.48	-302,965.81
筹资活动产生现金净流量	506,552.52	442,954.35	1,632,218.27	166,986.39
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	11.26	12.82	11.88	9.96
期间费用率(%)	7.23	8.66	9.77	10.76
应收类款项/总资产(%)	20.23	14.29	12.80	11.46
收现比(X)	0.94	1.08	0.71	1.08
总资产收益率(%)	0.97	1.23	1.62	--
资产负债率(%)	53.59	55.31	52.05	51.40
总资本化比率(%)	47.33	48.78	45.41	45.77
短期债务/总债务(X)	0.11	0.11	0.11	0.14
FFO/总债务(X)	0.03	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	0.77	1.03	1.15	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.52	5.24	3.12	--
总债务/EBITDA(X)	28.38	24.54	22.13	--
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.36	0.42	--
货币资金/短期债务(X)	3.22	1.89	1.76	1.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.83	1.19	1.28	--

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 2021 年一季报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。