

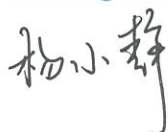
甘肃省公路交通建设集团有限公司公司债 2022 年 度跟踪评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

陈 诚 chchen@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(027)87339288

2022 年 06 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 0925 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 甘交 G1”和“21 甘交 01”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

二零二二年六月二十三日

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“甘肃公交建”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 甘交 G1”和“21 甘交 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域经济持续增长为公司发展提供了良好的外部环境；公司战略地位重要，继续获得有力的外部支持；项目储备丰富，营业总收入稳步增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到整合后公司公路相关业务的发展情况仍需保持关注；公司债务规模继续上升，未来仍面临较大的投融资压力以及公司资产流动性仍较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

甘肃公交建（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	822.25	1,121.55	1,458.74	1,506.13
所有者权益合计（亿元）	367.47	537.81	668.61	702.75
总负债（亿元）	454.78	583.74	790.13	803.38
总债务（亿元）	350.00	447.42	554.11	592.01
营业总收入（亿元）	141.21	211.67	250.59	34.56
经营性业务利润（亿元）	5.22	6.87	11.48	0.64
净利润（亿元）	4.76	5.61	8.59	0.61
EBITDA（亿元）	14.26	20.21	27.63	--
经营活动净现金流（亿元）	62.60	49.19	166.39	26.66
收现比(X)	1.08	0.71	0.91	1.14
营业毛利率(%)	12.82	11.88	14.72	14.81
应收类款项/总资产(%)	14.29	12.80	12.43	11.91
资产负债率(%)	55.31	52.05	54.17	53.34
总资本化比率(%)	48.78	45.41	45.32	45.72
总债务/EBITDA(X)	24.54	22.13	20.05	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.19	1.28	1.42	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告以及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，相关指标失效。

正面

■ **区域经济持续增长。**2021 年，甘肃省实现地区生产总值 10,243.3 亿元，同比增长 6.9%，区域经济持续增长，加之“十四五”期间甘肃省将继续加大对公路项目投资，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **战略地位重要，继续获得有力的外部支持。**2021 年，公司仍是甘肃省高速公路、国省干线等投资、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的建设和管理工作，战略地位重要。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。

■ **项目储备丰富，营业总收入稳步增长。**2021 年以来，公司仍承担了甘肃省高速公路、国省干线等公路项目的建设及运营、工程施工等业务，项目储备充足。受益于此，2021 年，公司实现营业收入 250.59 亿元，呈稳步增长趋势。

关注

■ **整合后公司公路相关业务的发展情况仍需保持关注。**公司被纳入甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称“甘肃公航旅”）的合并范围后，未来两者在相关业务划分、资源分配以及政府支持等方面的变化情况仍需保持关注。

■ **公司债务规模继续上升，未来仍面临较大的投融资压力。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务达到 592.01 亿元，债务规模持续攀升；公司在建经营性收费公路项目总投资为 492.42 亿元，已投资 173.62 亿元，剩余资金除资本金外主要依靠自筹，未来投融资压力仍较大。

■ **资产流动性仍较弱。**截至 2022 年 3 月末，公司资产仍以在建公路项目资产和应收类款项为主，合计占期末总资产的比重为 76.16%，变现难度较大，其中已抵押公路项目资产规模较大，资产流动性仍较弱。

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，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

同类型企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	总负债 (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)
甘肃公交建	1,458.74	790.13	668.61	54.17	250.59	8.59	166.39
河南交运	2,808.59	1,844.67	963.92	65.68	350.83	30.40	115.69

注：“河南交运”为“河南省交通运输发展集团有限公司”简称。

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 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 甘交 01	AAA	AAA	2021/07/30	10.00	10.00	2021/08/23~2026/08/23 (3+2)	回售，调整票面利率
20 甘交 G1	AAA	AAA	2021/06/29	10.00	10.00	2020/11/11~2025/11/11 (3+2)	回售，调整票面利率

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

“20 甘交 G1”募集资金 10.00 亿元，用于偿还公司及下属子公司债务、补充公司及下属子公司流动资金，截至 2022 年 5 月末已使用完毕。

“21 甘交 01”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后，用于偿还公司债务以及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，截至 2022 年 5 月末已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政

策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占重要地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、保供政策推动下，货运需求快速恢复

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向外型的经济结构。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2021年末，全国公路总里程为528.07万公里，较上年末增加8.26万公里；公路密度为55.01公里/百平方公里，较上年增加0.86公里/百平方公里。按技术等级划分，截至2021年末，全国四级及以上等级公路里程为506.19万公里，较上年末增加11.74万公里，占公路总里程的比重为95.86%；其中，高速公路里程为16.91万公里，较上年增长0.81万公里，占公路总里程的比重为3.20%。

运输量方面，2021年，我国疫情形势呈现多点散发，叠加“公转铁”政策和航运等其他运输方式分流效应有所增强，当期公司公路旅客运输总量和周转量分别为50.87亿人次和3,627.54亿人公里，较上年均继续下降，但仍占据重要地位。与此同时，国家出台一系列保供政策，增强经济自身韧性，积极推进社会投资和经济恢复发展，使得全国货物运输量及周转量同比增长明显。其中，公路全年货物运输总量为391.39亿吨，同比增长14.2%，货物运输周转量69,087.65亿吨公里，同比增长14.8%，增幅在各种运输方式中处于前列，公路货运需求快速恢复。

表 1：2021 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	33,238.00	8.9	47.74	4.9	9,567.81	15.7	26.12	18.5
公路	69,087.65	14.8	391.39	14.2	3,627.54	-21.8	50.87	-26.2
水运	115,577.51	9.2	82.40	8.2	33.11	0.4	1.63	9.0
民航	278.16	15.8	0.07	8.2	6,529.68	3.5	4.41	5.5
运输总量	218,181.32	10.9	521.60	12.3	19,758.15	2.6	83.03	-14.1

资料来源：《2021年交通运输行业发展统计公报》，中诚信国际整理

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，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%。

截至2020年末，全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程519.81万公里的3.45%。其中，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里，

占比分别为85.3%、9.7%、4.4%和0.6%。

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2020年末，全国收费公路累计建设投资总额108,075.10亿元，较上年末净增加12,979.00亿元，增长13.6%；其中，累计资本金投入34,432.50亿元，占比31.9%；累计债务性资金投入73,642.50亿元，占比68.1%。截至2020年末，全国收费公路债务余额70,661.20亿元，其中银行贷款余额58,307.50亿元，其他债务余额12,353.70亿元；按收费公路属性划分，2020年末政府还贷公路债务余额32,991.60亿元，经营性公路债务余额37,669.60亿元。2020年，全国收费公路通行费收入为4,868.20亿元，比上年减少18.0%；支出总额12,346.40亿元，比上年增长14.4%；2020年度支出总额中，偿还债务本金7,180.10亿元，偿还债务利息3,061.30亿元。

表2：2020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	13,881.20	31,922.20	45,803.40	32,991.60
经营性公路	20,551.40	41,720.40	62,271.80	37,669.60
合计	34,432.50	73,642.50	108,075.10	70,661.20

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、(1)+(2)=(3)。

资料来源：《2020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3：2021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(%)
江苏交通控股有限公司	574.17	35.07	6,956.85	59.85
北京市首都公路发展集团有限公司	144.55	20.45	2,498.89	59.18
安徽省交通控股集团有限公司	451.22	32.01	3,020.18	64.97
重庆高速公路集团有限公司	278.80	24.27	2,177.76	69.25
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	137.93	36.33	676.62	47.74
赣粤高速	64.30	38.95	350.63	48.29
四川成渝	90.95	25.83	407.29	54.70
中原高速	56.07	41.21	468.17	73.51
福建高速	29.77	58.93	166.96	22.95

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。

总的来看，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。

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。经过多年以来的政策实施，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 4：近年来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

自 2015 年 7 月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，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。

《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》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《收费公路管理条例》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《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

2021 年，甘肃省经济与财政实力继续增长，但财政平衡率仍处于较低水平，财政支出较为依赖上级转移支付；“十四五”期间，甘肃省将继续加大对公路项目投资，为公司发展提供了良好的外部环境

甘肃省古称“河西走廊”，位于我国西北部，地处黄河上游，是古丝绸之路的锁匙之地和黄金路段，亦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，总面积为 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 2021 年末，甘肃省常住人口为 2,490.02 万人，常住人口城镇化率为 53.33%，仍低于全国平均水平。

经过多年发展，甘肃省逐渐形成了以石油化工、有色冶金、机械电子等为主的工业体系，成为我国重要的能源、原材料工业基地，经济实力稳步提升。2021 年，甘肃省实现地区生产总值 10,243.3 亿元，同比增长 6.9%。其中，第一产业增加值为 1,364.7 亿元，较上年增长 10.1%；第二产业增加值为 3,466.6 亿元，较上年增长 6.4%；第三产业增加值为 5,412.0

亿元，较上年增长 6.5%；三次产业结构之比为 13.32:33.84:52.83，第二产业占比有所提高。

财政方面，2021 年，甘肃省实现一般公共预算收入 1,001.8 亿元，同比增长 14.6%；其中，税收收入为 667.4 亿元，占比较上年小幅增至 66.62%，收入质量一般。同期，甘肃省财政平衡率为 24.88%，财政自给能力仍较弱，财政支出较为依赖上级转移支付。2021 年，甘肃省实现政府性基金收入 589.4 亿元，较上年有所下降。截至 2021 年末，甘肃省政府债务余额为 4,896.1 亿元，其中一般债务余额为 2,282.9 亿元、专项债务余额为 2,613.2 亿元。

此外，根据《甘肃省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，甘肃省将构建现代综合交通运输格局，力争“十四五”末，全省高速及一级公路再增加 2,000 公里，达到 8,000 公里，其中普通国道二级及以上公路比重达到 85%。与此同时，2022 年甘肃省政府工作报告明确提出当期要力争新增高速（一级）公路 700 公里，建成定西至通渭、青龙桥至文县等高速公路，开工建设合作至赛尔龙、兰州至永靖至临夏等高速公路。加之共建“一带一路”、推进西部大开发形成新格局、黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略决策的实施，公司外部发展环境良好。

跟踪期内，公司股权结构未发生变更，法人治理结构和管理水平无较大变化，但整合后公司公路相关业务的发展情况仍需保持关注

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，截至 2022 年 3 月末，甘肃公航旅仍持有公司 100.00% 股权，为公司唯一股东，甘肃省国资委为公司实际控制人；公司设立了党委会、董事会、监事会和经理层等管理架构以及多个职能部门，并制定了财务管理办法等工作指引，法人治理结构和管理水平无较大变化。

此外，中诚信国际注意到，公司被纳入甘肃公航旅的合并范围后，未来两者在相关业务划分、资

源分配以及政府支持等方面的变化情况仍需保持关注。

公司拥有较为完善的公路建设产业链，承担着甘肃省人民政府赋予的重大公路交通项目建设任务，业务模式明确，跟踪期内在建及拟建项目量充足，投资规模大，业务可持续性仍较好；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

作为甘肃省人民政府委托从事省内公路建设与运营管理的重要主体，公司承担着甘肃省人民政府赋予的重大公路交通项目建设任务，业务范围涵盖公路融资、投资、建设、管理、养护、运营、服务等全产业链，并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采购，其中部分收费道路工程完工后由公司负责组织运营¹，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。由于所建设公路项目分为国省干线等非经营性公路和经营性高速公路两种，其业务模式亦有所差异。其中，国省干线等公路项目的建设主要采取传统模式，经营性收费公路项目

的建设、运营主要采取 PPP 模式。

传统模式下，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，公司将收到政府的项目资金计入“资本公积”科目，将未结算项目计入“在建工程”或“预付款项”科目。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工未决算的国省干线等公路项目共计 20 个，总投资为 129.12 亿元，已投资 117.96 亿元，其中财政拨款 103.11 亿元。目前，上述完工路段均已通车，但由于均为二级公路，暂无公路通行费收入。在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司在建的国省干线等公路项目 19 个，总投资为 834.16 亿元，已投资 253.12 亿元，其中财政拨款 280.14 亿元，尚需投资 581.04 亿元。拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建的国省干线等公路项目 4 个，总投资为 67.01 亿元，已纳入甘肃省“十四五”发展规划。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司传统业务模式下已完工、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	2.83	2.84
G312 线柳园至星星峡段	2016~2018	6.04	5.02	4.61
G247 线会宁至靖远公路	2015~2019	18.26	19.61	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	6.34	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	4.67	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	2016~2019	6.66	5.72	6.68
G309 线板桥至小园子段	2016~2019	10.52	10.73	10.52
G310 线陇西至临洮段	2017~2019	11.65	9.64	11.65
G312 线嘉峪关至清泉（玉门）段	2016~2019	2.20	2.13	2.10
G312 线清泉至七墩段	2016~2019	7.10	6.48	7.11
G312 线七墩至瓜州段	2016~2019	6.77	6.40	6.47
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	2017~2020	17.50	16.69	13.81
G248 线江果河至迭部扎古录镇段	2016~2020	1.02	1.12	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	0.33
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	2016~2019	8.81	2.43	1.73

¹ PPP 模式下的经营性收费公路项目由公司运营，传统项目（专项债项目）需根据甘肃省交通厅确认，部分由政府运营，部分由公司运营。

G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	2016~2019		4.82	6.17
G327 线镇原至王咀子（甘宁界）段工程	2019~2020	3.39	3.36	2.63
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	2016~2020	6.25	3.51	0.55
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	2016~2019	2.86	2.76	1.35
小计	--	129.12	117.96	103.11
在建				
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	2016~2022	16.56	14.52	9.62
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	2016~2019	10.48		
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	2016~2022	24.13	31.07	38.10
舟曲立节至四川永和三级公路	2016~2022	10.40	5.64	5.26
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	2019~2022	2.70	2.41	1.13
G312 线界牌村至安门	2021~2024	8.08	0.39	0.30
G247 线会宁（侯家川）至通渭段升级改造项目	2022~2024	8.79	0.00	0.02
G248 线巴下寺至虎关段工程建设项目	2022~2024	20.34	0.02	0.02
G309 线祁家南山至汉家岔段升级改造项目	2022~2024	16.32	0.49	0.22
S38 线王格尔塘至夏河（桑科）高速公路项目	2018~2021	64.80	51.40	50.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	2019~2022	44.46	33.36	34.65
G312 线七墩至瓜州公路工程	2019~2022	27.96	15.09	14.80
G75 兰州至海口高速兰州段长大坡整治工程	2019~2022	20.76	16.10	15.03
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	2020~2024	133.71	56.35	74.00
S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	2020~2024	83.14	12.13	19.50
G569 线西渠至民勤至武威公路项目	2021~2024	105.80	7.14	11.97
G312 线傅家窑至苦水段工程	2021~2024	67.88	6.74	4.50
合水（太白）至华池公路	2022~2025	106.47	0.003	--
G569 曼德拉至大通公路武威至仙米寺段	2021~2024	61.38	0.25	0.50
小计	--	834.16	253.12	280.14
拟建				
G209 线迭部至九寨沟段	筹建中	7.79	0.01	0.03
G244 乌海至江津公路长庆桥至罗汉洞段	筹建中	7.09	--	--
G211 银川至榕江公路南义至罗沟圈段	筹建中	20.30	--	--
G309 线定远至达川段	筹建中	31.83	--	--
小计	--	67.01	0.01	0.03

注：1、已投资额为实际支出金额，与财务披露在建工程期末余额可能存在小幅差异；2、由于部分完工项目尚未竣工决算，期间产生的日常小修计入了成本，致使其已投资额有所增加；3、受政府拨款及政府年度投资计划，部分在建项目建设周期超过预期；4、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

PPP 模式下，项目经甘肃省发改委、甘肃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。建设模式上，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”科目，将未结算项目计入“在建工程”科目。

此外，由于投融资核心边界条件发生重大变化，金河高速项目已无法按照 PPP 模式继续推进，根据甘肃省交通厅相关会议研究，拟采用 BOT 或其他模式继续推进。

截至 2022 年 3 月末，公司 4 条经营性收费公路已进入试运营期，分别为两徽高速公路、敦当高

速公路、彭大高速公路和柳敦高速公路，待满两年后将进行竣工验收及决算。在建经营性收费公路 4 条，分别为金河高速公路、二车高速公路、灵华高速公路和打庆高速公路，在建项目总投资为 492.42 亿元，已投资 173.62 亿元，尚需投资 318.80 亿元；其中资本金总额为 156.32 亿元，资本金已到位 60.31 亿元。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司经营性收费公路项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	资本金总额	已到位资本金	资本金来源	公司占社会资本金比例	运营期	建设周期	建设状态
两徽高速公路	PPP 模式	75.30	75.30	30.12	30.12	政府出资 49.00% 社会资本 51.00%	69.18%	30 年	2015~2019	通车试运营
敦当高速公路	PPP 模式	121.78	120.67	46.63	46.63	政府出资 48.72% 社会资本 51.28%	54.13%	30 年	2017~2021	部分通车试运营
彭大高速公路	PPP 模式	120.84	117.58	24.17	23.22	政府出资 49.00% 社会资本 51.00%	100.00%	30 年	2017~2021	部分通车试运营
柳敦高速公路	PPP 模式	49.50	49.50	14.85	14.85	政府出资 34.00% 社会资本 66.00%	56.00%	30 年	2017~2021	通车试运营
灵华高速公路	PPP 模式	101.24	48.89	26.13	12.55	政府出资 3.83% 社会资本 96.17%	32.20%	30 年	2019~2023	在建
打庆高速公路	PPP 模式	104.32	36.69	20.86	10.25	政府出资 47.88% 社会资本 52.12%	100.00%	30 年	2021~2025	在建
金河高速公路	--	214.40	20.56	88.91	20.48	政府出资 48.42% 社会资本 52.58%	9.40%	30 年	2017~2022	在建
二车高速公路	PPP 模式	72.46	67.48	20.42	17.03	政府出资 3.94% 社会资本 96.06%	99.79%	30 年	2018~2022	在建
合计	--	859.85	536.67	272.09	175.14	--	--	--	--	--

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，跟踪期内，公司仍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，在建及拟建项目较多，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及拟建经营性高速公路投资规模很大，未来面临较大的投融资压力。

跟踪期内，公司工程施工业务资质较全，仍为公司主要收入来源；公司工程施工项目储备量充足，未来收入保障程度较高

公司工程施工业务仍由子公司甘肃路桥建设集团有限公司（以下简称“甘肃路桥”）和八冶建设集团有限公司（以下简称“八冶集团”）负责，是公司目前最主要的收入来源。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司实现工程结算收入²203.90 亿元和 26.46 亿元，占营业收入的比重均在 75%以上，是公司主要的收入来源。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要资质情况

资质名称	获得时间
工程设计资质公路行业甲级	2015.12.15
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

² 2019 年起，审计机构将公司工程施工业务和公路养护业务形成的收入放在工程结算板块统一核算，不再单独区分。

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
工程勘察综合类甲级	2020.04.03
测绘资质证书工程测量甲级	2021.10.22
公路水路工程试验检测机构公路工程综合甲级	2021.06.29
公路交通工程（公路机电工程）专业承包壹级资质	2021.04.20
对外(境外)承包工程资格	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合同签订方面，2021年及2022年1~3月，甘肃路桥和八冶集团合计新签合同数分别为217个和69个，新签合同金额分别为190.39亿元和40.55亿元；截至2022年3月末，公司在手未完工合同金额为269.76亿元，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：近年来公司在手合同情况

甘肃路桥	2019	2020	2021	2022.1~3
新签合同金额（亿元）	141.81	150.07	151.64	35.51
新签合同数（个）	56	65	34	20
期末在手未完工合同金额（亿元）	187.08	205.69	248.13	261.73
八冶集团	2019	2020	2021	2022.1~3
新签合同金额（亿元）	62.50	45.20	38.75	5.04
新签合同数（个）	394	209	183	49
期末在手未完工合同金额（亿元）	8.50	10.70	9.05	8.03

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

业务开展方面，甘肃路桥主要承接公路、桥梁等各类工程项目的施工建设。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。收入确认上，公司施工项目按照完工百分比确认收入。截至2022年3月末，甘肃路桥主要在建项目合同金额合计为58.33亿元，项目类型以传统项目为主，累计确认收入21.92亿元。

表 9：截至 2022 年 3 月末甘肃路桥主要在建项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	合同金额	建设进度	累计确认收入
涇池至浙川高速公路西峡至浙川段主体工程施工 XXTJ-1 标段	传统	13.4	55.08%	7.35
兰州中川国际机场三期扩建工程飞行区场道工程八标段	传统	9.14	93.11%	4.79
G30 连霍高速兰州清忠段施工总承包项目	PPP	7.19	24.27%	0.51
潍坊至青岛公路及连接线工程施工第四标段	传统	6.30	53.07%	4.39
甘肃省临洮（安家咀）至临夏公路土建工程 AL6 标	传统	5.66	77.91%	4.02
兰州中川国际机场三期扩建工程高架桥及落客平台工程	传统	4.62	36.92%	0.86
G331 线丹东至阿勒泰公路大红山至霍勒扎德盖段公路工程 DHSG1 标	传统	4.11	0.00%	0.00
G331 线丹东至阿勒泰公路大红山至霍勒扎德盖段公路工程施工 DHSG-2 标段	传统	3.88	0.00%	0.00
平凉至绵阳国家高速公路（G8513）武都至九寨沟建设项目路面工程施工 WJLM2 标段	传统	2.40	0.00%	0.00
甘肃省临洮（安家咀）至临夏公路安临路面二标	传统	1.63	0.00%	0.00
合计	--	58.33	--	21.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，八冶集团承接的工程项目主要包括政府工程项目、工业建设工程、其他住宅及市政工程等。

项目承接方面，八冶集团一般通过公开招标和邀请招标等市场招投标的方式取得项目，部分政府应急

抢险项目为直接获取。在收入确认上，八冶集团一般按照工程进度分阶段进行结算、确认收入。截至2022年3月末，八冶集团在手未完工的合同金额为8.03亿元。

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。截至2022年3月末，公司在手未完工合同金额较大，未来收入较有保障。

公路养护业务是公司公路建设产业链中重要环节，客户集中度不高，跟踪期内业务发展稳定

公路养护业务板块是公司打造“融、投、建、管、养、营、运、服、衍”全产业链中关键的业务环节，主要由子公司甘肃省公路发展集团有限公司（以下简称“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，主要承担全省 5,203 公里高速公路和 1,183 公里普通国省干线缺陷责任期的公路日常养护及养护工程任务。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，业务发展相对稳定。截至2022年3月末，公司在手公路养护项目 67 个，合同金额合计 9.96 亿元。

从客户集中度来看，2021 年，公司公路养护板块前五大客户收入合计为 4.09 亿元，占比为 19.22%，客户集中度不高。

表 10：2021 年公路养护板块前五大客户（亿元）

客户名称	收入金额	占比
陇南公路局	2.02	9.51%
宕昌县县乡公路养护管理站	0.99	4.67%
宕昌县交通运输局	0.41	1.95%
白银公路局	0.33	1.53%
金昌公路局	0.33	1.56%
合计	4.09	19.22%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，客户集中度不高，跟踪期内业务发展稳定。

跟踪期内，公司商品销售业务仍保持较大的收入规模，对营业收入形成有益补充

公司商品销售业务主要由子公司甘肃省交通物资商贸集团有限公司负责。具体业务模式上，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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司商品销售业务收入分别为 22.97 亿元和 5.07 亿元，对营业收入形成有效补充。

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。

上游供应商方面，目前，公司已与甘肃祁连山水泥集团股份有限公司签订长期水泥战略合作协议，与甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司签订长期钢材战略合作协议，与中石油燃料油有限责任公司西北销售分公司、北京中物振华贸易有限公司签订长期沥青战略合作协议，有利于货物供应的稳定性。下游客户方面，公司对内销售方主要为在建高速公路各项目公司，对外销售方主要为省内外各公路施工企业，客户集中度较低。

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有益的补充。

财务分析

以下分析基于由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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022

年一季度财务报表。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，以下分析基于各期财务报表期末数。

2021年，公司收入结构较为稳定，营业收入及毛利率均有所增长，带动利润水平上升，但期间费用的控制能力仍有待提升

2021年，公司收入结构较为稳定，收入规模持续增长。具体来看，2021年，随着施工业务量的增大，公司工程结算收入和工程服务收入均保持增长趋势，其中工程结算收入仍是公司营业收入的最主要构成，当期占比达81.37%；同时，公司商品销售业务优先保障集团内部材料供应，致使对外销售规模有所减少，当期商品销售收入同比有所下降。2022年1~3月，公司实现营业收入34.56亿元，同比有所下降。

毛利率方面，由于原材料上涨导致项目建设成本增加，2021年，公司工程结算业务毛利率持续下降，但受益于商品销售及工程服务业务毛利率同比上升，当期公司营业毛利率较上年有所提高；其中，当期商品销售业务毛利率上升主要系公司整合采购渠道后形成规模使得成本下降所致，工程服务业务毛利率上升主要系当期纳入合并范围的甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司业务盈利能力较高所致。

表 11：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
工程结算	123.58	168.86	203.90	26.46
商品销售	11.14	31.21	22.97	5.07
工程服务	3.96	11.49	23.73	3.03
其他	2.52	--	--	--
合计	141.21	211.67	250.59	34.56
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
工程结算	12.15	11.41	10.70	14.38
商品销售	11.69	9.07	20.97	9.28
工程服务	15.91	26.09	43.15	27.80
其他	45.93	--	--	--
营业毛利率	12.82	11.88	14.72	14.81

注：1、2020年以来，将其他收入合并至工程服务收入计算；2、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

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2021年，由于研发费用、折旧摊销及工资性支

出的增加，公司管理费用保持增长，加之费用化利息支出扩大导致财务费用增加，当期公司期间费用及期间费用率同比有所增长，对利润侵蚀有所扩大。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润。2021年，受益于经营性业务盈利能力的提升，公司经营业务利润仍保持增长趋势，带动利润总额和净利润持续上升，自身盈利水平整体表现尚可；其中，公司收到计入“其他收益”的政府补助2.62亿元，同比有所下降。此外，2021年，公司计提了部分坏账损失，对当期利润有所侵蚀；同期，公司各类对外股权投资实现一定规模的投资收益，对利润有所补充。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	7.82	11.50	16.12	2.62
财务费用	3.58	8.24	9.77	1.97
期间费用合计	12.23	20.67	27.07	4.76
期间费用率	8.66	9.77	10.80	13.78
经营性业务利润	5.22	6.87	11.48	0.64
其中：其他收益	0.0002	3.71	2.62	0.50
信用减值损失	--	--	-0.62	-0.00
投资收益	0.26	0.45	0.46	-0.00
利润总额	6.22	7.21	11.43	0.68
净利润	4.76	5.61	8.59	0.61

注：上表中管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年以来，公司资产规模持续增长，仍以在建公路项目资产和应收类款项为主，资产流动性较弱；公司有息债务规模保持增长，但财务杠杆仍处于适中水平

2021年以来，公司资产仍以在建公路项目资产和应收类款项为主，同时还包括自身拥有的货币资金、房产、机器设备等以及工程结算业务形成的项目资产，资产规模持续增长。具体来看，2021年以来，随着在建公路项目的逐步推进，公司在建工程规模持续快速增长，截至2022年3月末为967.65亿元，占总资产的比重达64.25%，其中经营性收费高速公路资产为455.26亿元、国省干线乡村道路等公益性资产以及服务区升级改造等项目资产为

512.39 亿元。公司应收类款项主要由应收账款和其他应收款构成,截至 2022 年 3 月末为 179.38 亿元,占总资产的比重为 11.92%,规模较 2020 年末增长 24.92%,主要系业务经营形成的应收工程款及往来款增加所致。其中,应收甘肃省交通运输厅和甘肃省公路局的款项为 65.77 亿元,系根据甘肃省公路事业发展中心与公发集团签订的《甘肃省 2014~2018 年扶贫开发通村道路项目协议书》以及《委托融资、代建协议》,公发集团作为融资及代建方,将筹集的资金用于支付各个贫困县对应的农村公路项目而形成工程代垫款项。

此外,2021 年以来,公司货币资金规模持续增长,截至 2022 年 3 月末为 143.52 亿元,其中受限部分仅为 2.25 亿元,整体仍保持充裕的状态。公司存货主要为自制半成品及在产品、库存商品以及合同履约成本,2021 年末,由于部分已完工但尚未结算的资产调整至合同资产核算,公司存货规模较上年末同比下降明显。公司预付款项主要系尚未结算的预付工程款,2021 年以来,随着工程施工业务的开展而呈波动状态。2021 年以来,公司工程已履约但未结算的资产规模较大,使得合同资产保持较大规模,截至 2022 年 3 月末为 43.76 亿元。公司固定资产主要系持有的房产及机器设备,2021 年以来,受计提折旧及部分自有房产转为投资性房地产的影响,公司固定资产规模持续下降、投资性房地产有所增长。整体来看,2021 年,公司资产中在建工程和应收类款项占比较大,变现难度较大,资产流动性仍较弱。

表 13: 截至 2022 年 3 月末其他应收款前五名情况 (亿元)

对象名称	金额	占比
甘肃省交通运输厅	52.38	49.22%
甘肃省交通投资管理有限公司	21.95	20.63%
甘肃省公路事业发展中心	13.39	12.58%
兴业金融租赁有限责任公司	1.00	0.94%
瓜州县明运交通建设投资有限公司	0.66	0.62%
合计	89.38	83.99%

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

负债方面,2021 年以来,公司负债规模继续增长,负债结构仍以非流动负债为主,截至 2022 年 3

月末,非流动负债占总负债的比重达 75.47%。具体来看,公司负债主要由应付账款、其他应付款、合同负债和有息债务构成。其中,应付账款主要为各工程施工项目的质保金,截至 2022 年 3 月末为 83.31 亿元,较 2020 年末增长 21.03%。2021 年以来,公司作为业主,陆续结清部分计量款,使得其他应付款规模持续下降,截至 2022 年 3 月末为 22.99 亿元。2021 年,由于会计政策变更,公司将预收款调整至合同负债核算,期末预收款项下降、合同负债上升;2022 年 3 月末,随着业务发展,公司合同负债有所增加。

有息债务方面,2021 年以来,由于业务发展的需要,公司仍保持较大的对外融资规模,截至 2022 年 3 月末总债务规模上升至 592.01 亿元。但受益于资产规模增长较快,公司财务杠杆水平变动不大,截至 2022 年 3 月末,公司资产负债率和总资本化比率分别为 53.34%和 45.72%,仍处于适中水平。2021 年以来,公司债务仍以长期债务为主,债务结构与公司业务较为匹配。

所有者权益方面,2021 年以来,公司实收资本及其他权益工具规模均保持不变,但受益于车购税补助和政府专项债券资金的到位、甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司部分股权的无偿划入以及自身积累,公司资本公积及未分配利润仍保持增长趋势,带动权益规模的扩大;其中,2021 年和 2022 年 1~3 月,公司分别获得车船购置税、政府专项债等项目资金 105.10 亿元和 36.42 亿元,截至 2022 年 3 月末公司资本公积快速增至 546.09 亿元。此外,截至 2022 年 3 月末,公司少数股东权益为 113.17 亿元,占所有者权益的比重为 16.10%,主要系 PPP 项目中其他社会出资人的出资款。

表 14: 近年来公司主要财务状况 (亿元、X、%)

项目	2019	2020	2021	2022.3
总资产	822.25	1,121.55	1,458.74	1,506.13
货币资金	73.79	84.47	142.32	143.52
应收账款	36.61	47.47	72.29	72.98
预付款项	42.05	33.84	29.67	42.79
其他应收款	80.65	95.68	109.08	106.41
存货	39.30	62.15	41.19	44.97

合同资产	--	--	53.74	43.76
固定资产	16.95	30.85	29.84	28.02
在建工程	505.34	720.56	930.43	967.65
投资性房地产	1.05	3.19	13.70	14.87
应收类款项/总资产	14.29	12.80	12.43	11.91
总负债	454.78	583.74	790.13	803.38
应付账款	50.99	68.84	106.81	83.32
预收款项	19.49	23.81	1.77	2.07
合同负债	--	--	25.05	29.97
其他应付款	5.89	25.04	23.49	22.99
总债务	350.00	447.42	554.11	592.01
短期债务	39.09	48.10	54.63	53.41
短期债务/总债务	0.11	0.11	0.10	0.09
所有者权益	367.47	537.81	668.61	702.75
实收资本	0.50	0.50	0.50	0.50
其他权益工具	--	10.00	10.00	10.00
资本公积	300.54	404.57	509.67	546.09
未分配利润	13.77	17.69	26.45	26.95
少数股东权益	50.28	102.23	116.35	113.17
资产负债率	55.31	52.05	54.17	53.34
总资本化比率	48.78	45.41	45.32	45.72

注：1、其他应收款包含应收股利和应收利息；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司EBITDA和经营活动现金流净流入规模同比增长，对债务本息的覆盖能力有所改善；公司自有资金较为充足，短期偿债指标表现较好

由于公司将工程施工业务所收到款项以及收到政府划拨的项目建设补助资金计入经营活动现金流入核算，将工程施工业务支付的款项以及高速公路项目支付的征地拆迁款、投标保证金、代垫工程款等计入经营活动现金流出核算，将高速公路项目建设所需支付的其他款项计入投资活动现金流出核算，2021年以来，随着业务的发展，公司经营活动现金流净流入和投资活动现金流净流出规模同比均保持增长。但总体而言，公司业务经营仍存在较大资金缺口，需依赖于筹资活动。因此，2021年以来，公司通过银行借款和发行债券等多种方式进行融资，在扣除还本付息等筹资活动支出后，仍保持较大的净流入规模。

2021年，公司EBITDA和经营活动现金流净流入规模增加，对债务本息的覆盖能力有所改善，虽然对债务本金的覆盖能力仍较弱，但可以完全覆盖利息支出。2021年以来，公司货币资金较为充裕，

且受限规模小，各期末均能够覆盖短期债务支出；截至2022年3月末，公司货币资金/短期债务为2.69倍，公司短期偿债指标表现较好。

表 15：近年公司偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	62.60	49.19	166.39	26.66
投资活动净现金流	-152.12	-208.86	-223.59	-50.62
筹资活动净现金流	44.30	163.22	105.33	25.72
EBITDA	14.26	20.21	27.63	--
总债务/EBITDA	24.54	22.13	20.05	--
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.11	0.30	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.19	1.28	1.42	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	5.24	3.12	8.53	--
货币资金/短期债务	1.89	1.76	2.61	2.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来两年，公司均有较大规模的债务到期，但公司货币资金较为充裕、剩余可使用授信额度较大，短期偿债压力不大；公司对外担保风险可控，受限资产规模较大

公司与多家银行已形成稳定的银企关系，截至2022年3月末，合并口径下公司累计获得银行授信1,043.83亿元，尚未使用的额度为473.60亿元，充足的授信额度可为公司业务开展及还本付息提供有力支持。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值为482.60亿元，占总资产的比重为32.04%，主要系公司将公路资产收费权进行质押借款所致。

表 16：截至2022年3月末公司受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	2.25	地质环境保护与土地复垦基金、投保保证金、履约保证金、质保金
应收票据及应收账款	3.54	质押借款等
固定资产	3.71	抵押贷款等
在建工程（收费权对应）	472.45	项目贷款等
无形资产	0.25	抵押贷款等
存货	0.39	抵押贷款等
合计	482.60	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对

外担保余额为 12.40 亿元，担保对象为甘肃省长城建设集团有限公司和敦煌国际酒店有限责任公司，为区域内国有企业，担保风险相对可控。

从债务到期分布来看，2022 年 4~12 月和 2023 年，公司分别需偿还到期债务 86.28 亿元和 71.01 亿元，短期内到期债务规模较大；截至 2022 年 3 月末，公司货币资金较为充裕，剩余可使用授信额度较大，短期偿债压力不大。

表 17：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

到期时间	2022.4~12	2023	2024	2025
到期债务	86.28	71.01	32.71	28.11

注：上表按照公司债务实际到期情况列示，包含计入“其他权益工具”的永续类债券。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 6 月 9 日，公司本部不存在不良或关注类已还清贷款信息，不存在未结清不良信贷信息和欠息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为甘肃省重要的高速公路建设和工程施工主体，为当地经济和相关产业发展做出了贡献，并在资源整合、产能搬迁等方面持续得到了政府和金融机构的大力支持

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。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。

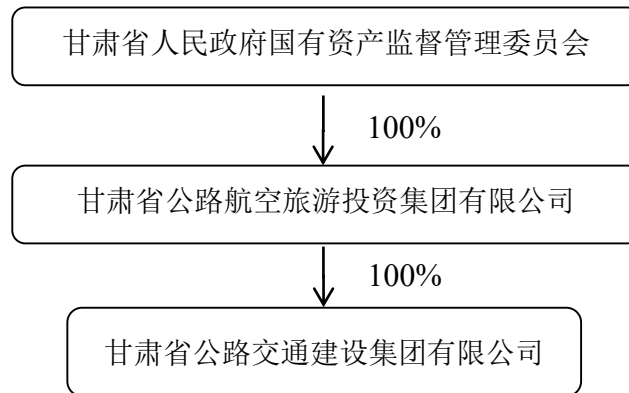
从历史获得支持情况来看，上级股东主要从项目建设、股权划拨和政府补助三个维度进行支持：

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、八冶集团等国有股权以及甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司部分股权划转至公司。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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别到项目拨款 103.27 亿元和 36.42 亿元，获得政府补助 2.91 亿元和 0.50 亿元。

评级结论

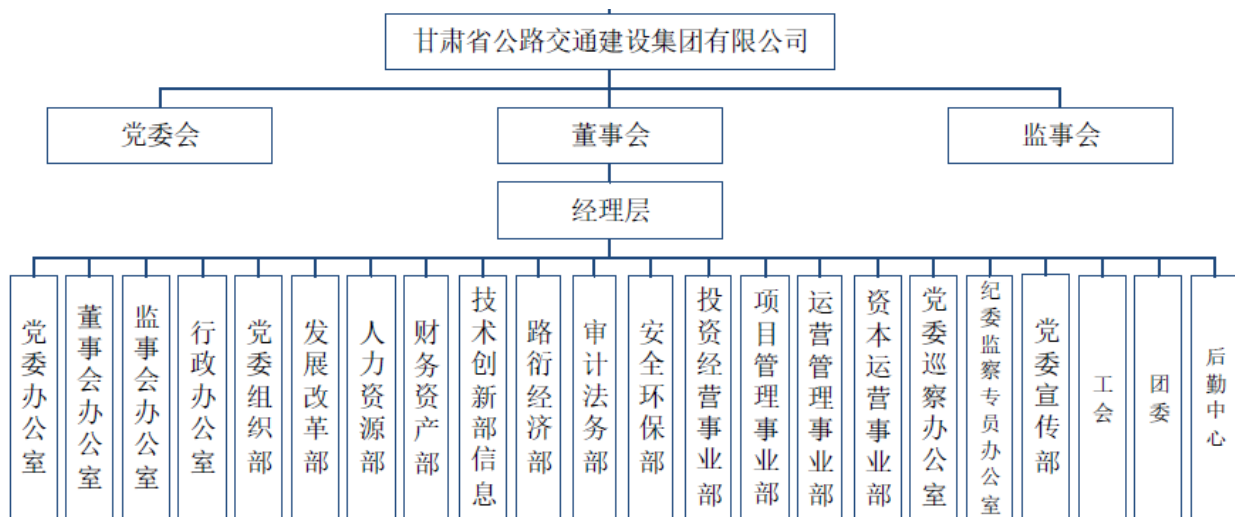
综上所述，中诚信国际维持甘肃省公路交通建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 甘交 G1”和“21 甘交 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2022 年 3 月末）



序号	子公司名称	股权比例
1	甘肃路桥建设集团有限公司	97.49%
2	甘肃省公路发展集团有限公司	100.00%
3	甘肃省高速公路服务有限公司	100.00%
4	甘肃省交通科学研究院集团有限公司	100.00%
5	甘肃省交通物资商贸集团有限公司	100.00%
6	八冶建设集团有限公司	31.26%

注：1、上表仅列示部分重要子公司；2、根据甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会《关于甘肃省公路交通建设集团有限公司章程部分条款修改的批复》（甘国资发改革〔2021〕77号），公司修订《公司章程》，公司由省政府出资设立，甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司作为持股主体，合并公司财务报表，享有国有资本收益权。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，甘肃省人民政府国资委依照《公司法》《企业国有资产法》等法律、法规及《公司章程》之规定，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，行使公司章程相关出资人职权。



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	737,876.35	844,670.81	1,423,225.37	1,435,159.47
应收账款	366,077.40	474,681.81	722,922.20	729,803.62
其他应收款	807,857.28	960,099.85	1,090,767.73	1,064,074.93
存货	393,026.23	621,461.08	411,942.06	449,710.55
长期投资	144,611.68	256,950.69	132,190.25	155,568.97
在建工程	5,053,433.02	7,205,624.17	9,304,321.15	9,676,549.99
无形资产	25,109.90	44,292.01	48,072.67	47,696.29
总资产	8,222,544.29	11,215,492.54	14,587,362.50	15,061,306.93
其他应付款	60,012.73	259,390.49	234,858.81	229,895.82
短期债务	390,914.17	481,029.70	546,319.34	534,106.49
长期债务	3,109,093.70	3,993,137.22	4,994,819.93	5,385,972.93
总债务	3,500,007.87	4,474,166.92	5,541,139.26	5,920,079.42
总负债	4,547,838.54	5,837,397.68	7,901,251.04	8,033,769.81
费用化利息支出	35,836.69	85,238.68	104,837.33	--
资本化利息支出	83,692.44	72,493.36	90,267.92	--
实收资本	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
少数股东权益	502,779.66	1,022,267.96	1,163,542.05	1,131,720.85
所有者权益合计	3,674,705.75	5,378,094.86	6,686,111.46	7,027,537.11
营业总收入	1,412,055.35	2,116,659.94	2,505,911.44	345,575.96
经营性业务利润	52,199.58	68,709.08	114,803.88	6,443.04
投资收益	2,645.89	4,492.85	4,600.91	-6.35
净利润	47,580.67	56,088.00	85,921.31	6,103.39
EBIT	98,014.44	157,347.69	219,170.41	--
EBITDA	142,634.46	202,133.08	276,298.18	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,527,934.67	1,511,396.29	2,278,312.07	393,365.77
收到其他与经营活动有关的现金	1,578,524.96	2,017,909.95	3,217,160.99	426,986.22
购买商品、接受劳务支付的现金	1,294,569.17	1,122,100.81	1,781,484.10	473,386.78
支付其他与经营活动有关的现金	978,375.56	1,619,125.52	1,691,711.46	3,997.84
吸收投资收到的现金	210,901.18	521,822.96	130,985.80	0.00
资本支出	1,376,379.38	2,096,406.48	2,212,660.66	482,784.67
经营活动产生现金净流量	626,029.12	491,912.56	1,663,944.30	266,628.40
投资活动产生现金净流量	-1,521,186.53	-2,088,558.48	-2,235,852.64	-506,173.69
筹资活动产生现金净流量	442,954.35	1,632,218.27	1,053,265.16	257,223.44
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	12.82	11.88	14.72	14.81
期间费用率(%)	8.66	9.77	10.80	13.78
应收类款项/总资产(%)	14.29	12.80	12.43	11.91
收现比(X)	1.08	0.71	0.91	1.14
总资产收益率(%)	1.23	1.62	1.70	--
资产负债率(%)	55.31	52.05	54.17	53.34
总资本化比率(%)	48.78	45.41	45.32	45.72
短期债务/总债务(X)	0.11	0.11	0.10	0.09
FFO/总债务(X)	0.04	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	1.03	1.15	1.27	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.24	3.12	8.53	--
总债务/EBITDA(X)	24.54	22.13	20.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.42	0.51	--
货币资金/短期债务(X)	1.89	1.76	2.61	2.69
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.19	1.28	1.42	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告以及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，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。