



甘肃省公路交通建设集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1036 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	甘肃省公路交通建设集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 甘交 G1”、“21 甘交 01”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为甘肃省的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力强，潜在的支持能力很强；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”）在甘肃省公路建设领域中发挥重要作用，对甘肃省的重要性高，与甘肃省维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际认为，甘肃公交建业务稳定性及可持续性很强，资本实力持续提升，有利于维持资本市场的认可度；同时，需关注整合后公司公路相关业务的发展情况、高速公路项目后续运营情况、资产流动性较弱及资金支出压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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。

正面

- **地位重要性高。**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。
- **业务稳定性及可持续性很强。**公司业务模式整体清晰稳定，在建及拟建公路项目储备充足，业务稳定性及可持续性很强。
- **资本实力持续提升。**得益于公路项目财政资金到位及时，跟踪期内公司经调整的所有者权益规模快速增长，公司资本实力持续提升。

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。
- **高速公路项目运营情况有待考察。**目前，公司部分经营性收费公路项目已陆续进入试运营期，形成的通行费收入相较于投资成本而言较为有限，后续运营情况仍有待考察。
- **资产流动性较弱。**截至2023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，变现难度较大，其中已质押未来收费权的公路项目资产规模较大，资产流动性较弱。
- **资金支出压力较大。**目前，公司在建经营性收费公路项目尚需投资规模仍较大，尽管资本金到位较为及时，但非资本金部分的投资支出亦有一定规模，加之每年还本付息规模亦较大，公司资金支出压力较大。

项目负责人：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

项目组成员：彭 喆 zhpeng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

甘肃公交建（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,129.93	1,458.83	1,607.17	1,660.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	535.70	658.73	732.78	768.30
总负债（亿元）	584.23	790.11	864.39	892.44
总债务（亿元）	460.62	563.75	625.54	633.38
营业总收入（亿元）	227.03	250.59	267.19	34.79
经营性业务利润（亿元）	10.70	11.59	13.40	1.98
净利润（亿元）	8.44	8.73	9.26	1.83
EBITDA（亿元）	23.65	26.96	30.39	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	48.85	166.39	100.08	48.59
总资本化比率(%)	46.23	46.12	46.05	45.19
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.46	1.35	1.02	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带关键审计事项的 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、关键审计事项包括建造合同收入确认和应收款项坏账准备，其应对以对财务报表整体进行审计并形成审计意见为背景，并不对这些事项单独发表意见；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”、“其他权益工具”和“其他应付款”中的有息债务调整至债务计算；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	甘肃公交建	江西铁航	北部湾集团
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	甘肃省	江西省	广西壮族自治区
GDP（亿元）	11,201.6	32,074.7	26,300.9
一般公共预算收入（亿元）	907.60	2,948.30	1,687.72
经调整的所有者权益合计（亿元）	732.78	429.33	1,082.89
总资本化比率（%）	46.05	51.05	65.05
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.02	1.85	0.97

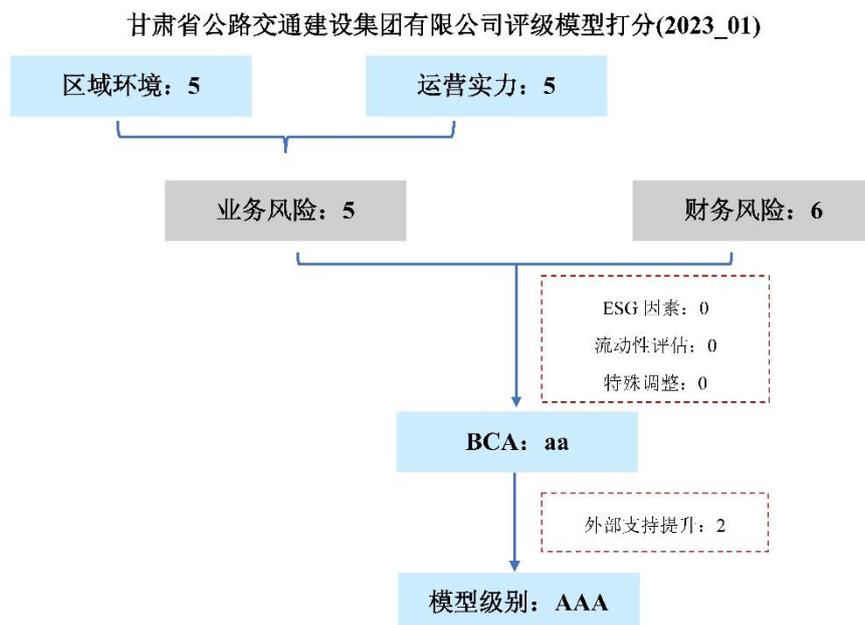
注：江西铁航系“江西省铁路航空投资集团有限公司”的简称；北部湾集团系“广西北部湾投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 甘交 01	AAA	AAA	2022/6/23	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	2022/6/23	10.00	10.00	2020/11/11~2025/11/11 (3+2)	回售，调整票 面利率

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,甘肃公交建业务多样性程度高且公路建设业务重要性突出,具备较高的业务稳定性和持续性。但是,公司甘肃省国省干线等非经营性公路暂无通行费收入,经营性收费公路收入规模小,导致资产收益性及流动性整体较弱。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,甘肃公交建所有者权益持续增长,具备极强的资本实力;财务杠杆水平不高,资本结构较为合理;EBITDA 利息保障倍数始终大于 1 倍,EBITDA 对利息支出的覆盖能力良好。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对甘肃公交建个体基础信用等级无影响,甘肃公交建具有 aa 的个体基础信用等级,反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,甘肃省人民政府很强的支持能力和对公司有较强的支持意愿,主要体现在甘肃省的区域地位,以及较为强劲的经济财政实力和增长能力、一定的金融资源协调能力;甘肃公交建系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,成立以来持续获得政府在股权划转、资本及资金注入等方面的大力支持,具备较高的重要性及与政府很强的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 2023 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 2023 年 5 月末已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项

目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

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，下辖 14 个市（州），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 2022 年末，甘肃省常住人口为 2,492.42 万人，常住人口城镇化率为 54.19%。

丰富的自然资源及较好的政策优势为甘肃省经济发展提供了有力的支持，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。2022 年，甘肃省实现地区生产总值（GDP）11,201.6 亿元，按不变价格计算较上年增长 4.5%，但相较于全国其他省（市、自治区），经济体量仍处于下游水平；同期，甘肃省固定资产投资较上年增长 10.1%，其中项目投资增长 15.6%，工业投资较上年增长 57.0%，工业投资增势强劲。

表 1：2022 年全国省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	-	8.57	-	203,703.00	-
广东省	129,118.58	1	10.18	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.30	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.60	8
四川省	56,749.80	6	6.50	21	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	9.22	8	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	7.35	14	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	17.80	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.00	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	7.10	15	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.00	16	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.20	9	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	20	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	7.00	17	483.00	29

青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

注：部分省（市、自治区）的人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为甘肃省财政实力形成了有力的支撑，但受多轮不利因素冲击、经济下行压力加大、大规模增值税留抵退税等因素影响，2022 年甘肃省一般公共预算收入规模较上年有所下降（扣除增值税留抵退税等因素后同口径增长 4.9%），税收占比及自给能力整体有所下降，财政收支平衡对上级补助依赖程度高，当期收到中央下达的各类转移支付约 3,188 亿元；政府性基金收入是甘肃省地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年来持续下降。再融资环境方面，甘肃省显性债务率超过 100%，债务水平较高；同时，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标融资尽管占比较少，但相关风险有所释放，区域内整体再融资环境较弱。

表 2：近年来甘肃省地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	9,016.7	10,243.3	11,201.6
GDP 增速（%）	3.9	6.9	4.5
人均 GDP（万元）	3.58	4.10	4.50
固定资产投资增速（%）	7.8	11.1	10.1
一般公共预算收入（亿元）	874.55	1,001.86	907.60
政府性基金收入（亿元）	650.39	595.66	368.10
税收收入占比（%）	64.94	66.62	64.20
财政平衡率（%）	21.05	24.84	21.29
政府债务余额（亿元）	3,933.3	4,895.6	6,087.5

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：甘肃省人民政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内甘肃公建的业务状况仍较好。首先，公司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，参与了甘肃省国省干线等非经营性公路和经营性高速公路建设的重大任务，具有很强的业务竞争力；同时，公司公路业务模式整体清晰稳定，财政资金到位及时，项目储备充足，加之工程施工、公路养护、商品销售等多元化业务板块的发展，公司业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司经营性高速公路建设后续非资本金部分的投资支出仍有一定规模，面临一定的资金压力；甘肃省国省干线等非经营性公路暂无通行费收入，经营性收费公路收入规模小，导致资产收益性整体较弱。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020			2021			2022			2023.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	175.13	77.14	11.56	203.90	81.37	10.76	209.50	78.41	11.35	21.24	61.06	19.36
商品销售	31.30	13.79	9.14	22.97	9.17	20.98	34.79	13.02	12.24	7.18	20.64	8.58
工程服务	20.60	9.07	38.20	22.79	9.09	57.72	21.32	7.98	48.99	6.02	17.30	28.70
运营业务	--	--	--	0.94	0.37	42.52	1.58	0.59	57.50	0.34	0.98	54.27
营业收入/ 毛利率	227.03	100.00	13.64	250.59	100.00	14.76	267.19	100.00	14.74	34.79	100.00	16.78

注：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

公路建设及运营板块

公司在甘肃省公路建设领域地位突出，参与了甘肃省国省干线等非经营性公路和经营性高速公路建设，财政资金到位及时，业务稳定性及可持续性很强，但经营性高速公路仍面临一定的资金支付压力；已完工或部分完工公路项目现金流贡献程度很低，资产收益性不高。

2021 年，根据《省政府国资委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），公司的持股主体变更为甘肃公航旅。目前，甘肃省最重要的高等级公路运营主体为甘肃公航旅（含公司），其负责运营甘肃省 90% 以上的高等级公路，公司作为甘肃公航旅并表子公司，主要参与实施甘肃省经营性高速公路及国省干线等非经营性公路的管理、建设与运营，而甘肃公航旅本部则以收费还贷高速公路的建设管理及运营为主，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。

作为甘肃省人民政府委托从事省内高速公路、国省干线等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，业务涵盖大交通基础设施建设融资、投资、设计、建设、养护、运营、运输、服务、路衍经济开发等全产业链，衍射公路交通周边产业市场。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，公司按照甘肃省下达的投资建设计划开展项目投融资并以项目建设法人身份进行招标建设，其中部分收费道路工程完工后由公司负责组织运营，运营期限 20 年，运营范围包括通行费收取、道路养护、服务区管理等。甘肃省财政厅、甘肃省交通运输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。

业务开展情况，截至 2023 年 3 月末，公司已完工未决算的国省干线等公路项目较多，但由于均为二级公路，暂无公路通行费收入，该资产收益性较弱。同期末，公司在建及拟建国省干线等公路项目储备充足，投资体量较大，业务稳定性及可持续性很强，加之财政拨款及时，公司资金支付压力不大。

表 4：截至 2023 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	5.03	4.61
G247 线会宁至靖远公路	2015~2019	18.26	19.74	8.06
G109 线白银至兰州段	2016~2018	4.39	3.28	3.28
G345 线玛曲至青海久治公路	2016~2019	7.00	6.52	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	4.79	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	2016~2019	6.66	5.84	6.68
G309 线板桥至小园子段	2016~2019	10.52	10.76	10.52
G310 线陇西至临洮段	2017~2019	11.65	9.78	11.65

G312 线嘉峪关至清泉（玉门）段	2016~2019	2.20	2.13	2.1
G312 线清泉至七墩段	2016~2019	7.10	6.5	7.11
G312 线七墩至瓜州段	2016~2019	6.77	6.4	6.47
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	2017~2020	17.50	16.79	13.81
G248 线江果河至迭部扎古录镇段	2016~2020	1.02	1.13	1.32
G248 线江果河至迭部扎古录镇段洮河大桥	2020~2020	0.39	0.44	0.33
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	2016~2019	8.81	2.44	1.73
G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	2016~2019		4.87	6.17
G327 线镇原至王咀子（甘宁界）段工程	2019~2020	3.39	3.51	2.63
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	2016~2020	6.25	3.53	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	119.07	103.00
在建				
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	2016~2022	16.56	18.38	9.62
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	2016~2019	10.48	34.20	33.12
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	2016~2022	24.13		
舟曲立节至四川永和三级公路	2016~2022	10.40	6.86	5.56
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	2019~2022	2.70	2.78	1.13
G312 线界牌村至安门	2021~2024	8.08	1.46	0.50
G247 线会宁（侯家川）至通渭段升级改造项目	2022~2024	8.79	1.08	2.63
G248 线巴下寺至虎关段工程建设项目	2022~2024	20.34	2.78	0.08
G309 线祁家南山至汉家岔段升级改造项目	2022~2024	16.32	1.72	6.20
S38 线王格尔塘至夏河（桑科）高速公路项目	2018~2021	64.80	53.23	50.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	2019~2022	44.46	39.72	41.17
G312 线七墩至瓜州公路工程	2019~2022	27.96	16.64	15.83
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	2019~2022	20.76	77.35	95.67
S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	2020~2024	133.71	36.71	30.55
G569 线西渠至民勤至武威公路项目	2020~2024	83.14	7.43	10.00
G312 线傅家窑至苦水段工程	2021~2024	105.80	28.78	22.50
合水（太白）至华池公路	2021~2024	67.88	7.48	9.70
G569 曼德拉至大通公路武威至仙米寺段	2022~2025	106.47	7.61	26.10
G75 兰州至海口高速兰州段长大坡整治工程	2021~2024	61.38	19.33	15.03
兰临高速公路长下坡路段改造处治延伸段工程	2022~2023	1.61	1.27	1.00
小计	--	835.77	364.81	376.92
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	0.01	--
G309 线定远至达川段	筹建中	31.83	--	--
阿克塞至拉配泉公路工程	筹建中	126.84	0.03	0.05
小计	--	193.85	0.04	0.08

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的影响，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，项目由甘肃省交通运输厅投融资管理办公室作为项目实施机构，经甘肃省发改委、甘肃省交通运输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，中标后公司与政府出资人代表签订 PPP 项目投资协议，成立 PPP 项目公司，项目公司注册登记后与实施机构签订 PPP 项目合同。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、四川路桥建设集团等央企或国企。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，公司将收到项目资金计入“实收资本”、“资本公积”科目，将未结算项目计入“在建工程”、“预付款项”科目，将收到的政府建设期补助资金计入“递延收益”。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。

业务开展情况，受政府规划影响，柳敦高速公路已从公司出表。截至 2023 年 3 月末，公司已进入通车试运营或者部分进入通车试运营的经营性收费公路为 4 条，需待满三年进行竣工验收及决算后才能正式运营，2022 年公司试运营期形成的通行费收入为 1.58 亿元，现金流贡献程度很低，相较于投资成本而言仍较为有限，后续运营情况有待考察。同期末，公司主要在建经营性收费公路 2 条，尚需投资规模合计为 61.27 亿元，整体投资体量仍有一定规模，尽管资本金到位较为及时，但非资本金部分的投资支出压力仍有。

表 5: 截至 2023 年 3 月末公司主要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	81.65	30.12	30.12	政府出资 49.00%	70.35%	30 年	2015~2019	通车试运营
						社会资本 51.00%				
敦当高速公路	PPP 模式	121.78	122.37	46.63	46.63	政府出资 48.72%	54.13%	30 年	2017~2021	通车试运营
						社会资本 51.28%				
彭大高速公路	PPP 模式	120.84	121.02	24.17	24.02	政府出资 49.00%	100.00%	30 年	2017~2021	部分通车试运营
						社会资本 51.00%				
二车高速公路	PPP 模式	72.46	73.39	20.42	20.12	政府出资 6.37%	100.00%	30 年	2018~2022	部分通车试运营
						社会资本 93.63%				
打庆高速公路	PPP 模式	104.32	68.34	20.86	16.46	政府出资 47.88%	100.00%	30 年	2021~2025	在建
						社会资本 52.12%				
灵华高速公路	PPP 模式	101.24	75.95	26.13	17.76	政府出资 3.83%	58.41%	30 年	2019~2023	在建
						社会资本 96.17%				
合计	--	595.94	542.72	168.33	155.11	--	--	--	--	--

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、部分项目投资周期拉长，成本增加，导致其已投资额高于前期确定的总投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工板块

公司工程施工业务资质较全，营收占比高且规模保持增长，加之工程施工项目储备量充足亦为未

来收入提供保障，业务发展整体向好。

公司工程施工板块运营主体主要为子公司甘肃路桥建设集团有限公司和八冶建设集团有限公司（以下分别简称“甘肃路桥”和“八冶集团”），其中甘肃路桥以承接公路、桥梁等各类工程项目的施工建设为主，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；八冶集团则以建筑工程施工为主。近年来，公司工程施工各类业务资质较全，为业务开展提供了良好的条件。

表 6：截至 2023 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
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

业务模式方面，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，业主方再将剩余 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。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。

从业务开展情况来看，2022 年，八冶集团新签合同数量及金额同比均有所增长，加之甘肃路桥新签合同金额始终保持较大规模，公司工程施工板块业务发展整体向好，工程结算收入保持增长，且营收占比均在 70%以上，是公司收入的主要来源。截至 2023 年 3 月末，甘肃路桥及八冶集团

在手未完工合同金额分别为 186.00 亿元和 10.30 亿元，为公司工程施工业务收入提供了强有力的保障。

表 7：近年来公司工程施工板块在手合同情况

甘肃路桥	2020	2021	2022	2023.1~3
新签合同金额（亿元）	150.07	151.64	157.22	14.96
新签合同数（个）	65	34	33	5
期末在手未完工合同金额（亿元）	205.69	248.13	182.74	186.00
八冶集团	2020	2021	2022	2023.1~3
新签合同金额（亿元）	45.20	38.75	48.2	8.13
新签合同数（个）	209	183	208	30
期末在手未完工合同金额（亿元）	10.70	9.05	11.04	10.30

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

公路养护板块

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

公司公路养护板块是公司打造“融、投、设、建、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。目前，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、施工、设计、咨询、研发、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 1,527 公里高速公路和 1,374 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。

从业务开展情况来看，截至 2023 年 3 月末，公司在手公路养护项目 42 个，合同金额合计 7.51 亿元，近年来业务发展相对稳定。客户集中度方面，2022 年，公司公路养护板块前五大客户收入合计为 2.49 亿元，占比为 13.83%，客户集中度整体不高。

表 8：2022 年公路养护板块前五大客户（万元）

客户名称	收入金额	占比
甘肃省庆阳公路事业发展中心	10,664.49	5.93%
金昌市金川区交通运输局	7,976.04	4.44%
甘肃省甘南公路事业发展中心	2,605.90	1.45%
甘肃省陇南公路事业发展中心	2,086.57	1.16%
甘肃省临夏公路事业发展中心	1,536.41	0.85%
合计	24,869.41	13.83%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

公司商品销售板块在优先保障公司内部材料供应的同时，亦积极拓展外部市场，但需关注上游供应商集中度高可能带来的潜在经营风险。

公司商品销售板块的运营主体主要为子公司甘肃省交通物资商贸集团有限公司（以下简称“商贸

集团”)，其承担了为甘肃公交建工程项目提供物资集中采购和专业化供应服务的职能，同时亦积极与市政、房建、铁路等工程项目对接物资供应业务，不断拓展外部市场。

业务模式上，商贸集团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，二次加工后主要供应甘肃公交建内部相关项目的物资需要，部分则以成本加成一定毛利的价格销售给下游施工企业。结算方式上，商贸集团商品采购主要采取以销定采，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。

从业务开展来看，跟踪期内，随着内外部市场的拓展以及集中采购范围的扩大，商贸集团的商品销售业务快速发展，整体业务量及收入同比均大幅上升，但由于外部业务竞争加剧以及外部销售品种结构的变化，毛利率同比下降。同时，该业务上游供应商集中度大幅降低，前五大供应商仍以国企为主，民企占比有所下降；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，对外销售方主要为贸易公司，客户集中度低。整体来看，潜在的经营风险仍需保持关注。

表 9：2022 年商品销售业务前五大供应商情况（亿元）

供应商名称	采购金额	占比	采购品种
陕西钢铁集团有限公司西安分公司	7.55	11.47%	钢材
酒钢集团榆中钢铁有限责任公司	6.85	10.41%	钢材
宁夏钢铁(集团)有限责任公司	3.49	5.30%	钢材
中石油燃料油有限责任公司西北销售分公司	2.65	4.03%	沥青
中国石化炼油销售有限公司	2.11	3.21%	沥青
合计	22.65	34.42%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2022 年商品销售业务前五大外部销售客户情况（亿元）

客户名称	销售金额	占比	销售品种
黑龙江新茂同创高分子复合材料有限公司	2.05	7.26%	塑料制品
上海红鹭国际贸易有限公司	2.03	7.17%	有色金属
山西龙昇矿业有限公司	1.62	5.74%	煤
阳泉纳谷物贸有限责任公司	1.61	5.69%	有色金属
北京凯通物资有限公司	1.16	4.09%	道路建材
合计	8.46	29.94%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司的财务风险处于很低水平，主要系受益于政府的大力支持以及项目的持续推进，2022 年以来公司资产及权益规模持续增长，具备极强的资本实力；同时，公司债务规模增长较快，但目前财务杠杆水平适中，资本结构较为合理；经营获现能力较强，EBITDA 对利息的保障能力表现较好。

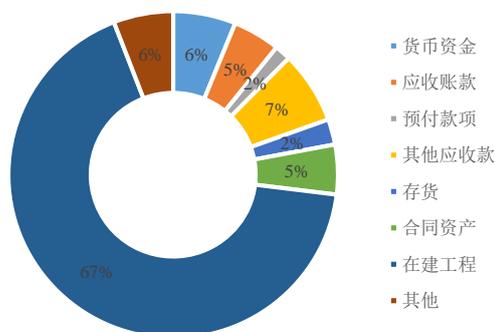
资本实力与结构

跟踪期内，公司的平台地位仍突出，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，并随着项目建设的持续推进，资产及权益规模保持快速增长趋势，资本结构仍处于合理水平，但公司资产收益性及流动性表现不佳，资产质量整体仍偏弱。

跟踪期内，公司仍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，地位重要，继续匹配政府公路建设战略规划，其资产规模保持快速增长态势，2022 年末同比增长 10.17%。

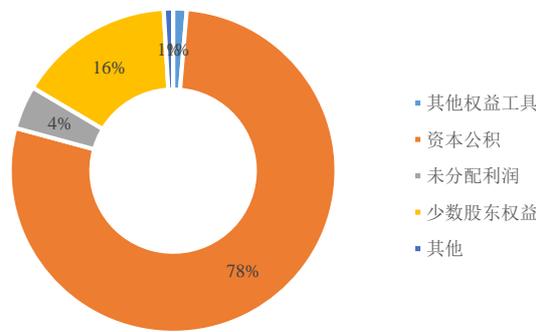
公司目前形成了“公路建设及运营、工程施工、公路养护、商品销售”四大业务板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项和固定资产投入等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，2022 年以来其占总资产的比重已超过 70%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。如前所述，2022 年以来，随着在建公路项目的持续投入，公司在建工程规模逐年快速增长，截至 2023 年 3 月末为 1,106.75 亿元，占总资产的比重达 66.64%，其中经营性收费高速公路资产为 542.72 亿元，目前部分项目进入试运营阶段后已形成了通行费收入，但整体规模不大，未来随着相关项目的陆续竣工决算，现金流入规模将有所扩大；国省干线乡村道路等项目资产为 483.92 亿元，由于二级公路收费政策的变更，此类资产现阶段无法产生现金流入，亦不能变现，影响了公司资产整体收益性及流动性。公司应收类款项主要由应收账款和其他应收款构成，截至 2023 年 3 月末为 189.47 亿元，跟踪期内随着业务经营形成的应收工程款及往来款的增加而持续扩大；其中，应收甘肃省交通运输厅和甘肃省公路局的款项为 64.06 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。同时，公司工程施工、商品销售等业务板块经营过程中产生的存货、预付款项、合同资产等跟踪期内均保持较大规模，其中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；预付款项主要系尚未结算的预付工程款，合同资产主要系已履约未结算工程项目，2023 年 3 月末两者均有所增长。此外，跟踪期内，随着业务支出及债务偿付的增加，公司货币资金同比有所下降，但仍保有较大规模可用于经营周转及债务偿付，且受限规模较小。总体来看，目前公司资产的收益性及流动性总体表现不佳，资产质量整体偏弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府的持续支持和公路项目建设的推进，公司资本公积大幅增长，带动经调整的所有者权益¹增长。此外，公司自身利润持续积累，推动未分配利润规模扩大，对经调整的所有者权益的增长亦形成一定补充。预计未来政府将持续向公司拨付项目资金及划转资产，加之项目推进带动少数股东权益的增长，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

受益于自有资本实力的快速增强，跟踪期内公司财务杠杆有所下降，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 53.74%和 45.19%，财务杠杆水平处于合理范围内。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将依赖于外部融资来满足部分资金缺口，公司净债务预计仍将有所增

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2023 年 3 月末为 10.00 亿元。

长，但随着政府资金的注入，公司财务杠杆率预计仍将处于适中水平。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	1,129.93	1,458.83	1,607.17	1,660.74
非流动资产占比	68.90	68.34	71.79	71.11
经调整的所有者权益合计	535.70	658.73	732.78	768.30
资产负债率	51.71	54.16	53.78	53.74
总资本化比率	46.23	46.12	46.05	45.19

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量仍一般，经营活动贡献的现金净流入规模较大，经营获现能力较好，但仍不足以满足持续大规模的项目建设资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及多元化发展，跟踪期内公司营业收入规模保持增长趋势，但受宏观经济环境的影响，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入匹配情况有所弱化，收现比有所降低，公司收入质量整体表现仍一般。

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，因此，公司经营活动净现金流受工程施工、高速公路项目前期支出及政府划拨的项目资本金等影响较大，跟踪期内仍保持较大规模净流入状态，公司经营活动获现能力总体表现较好。

近年来公司高速公路项目建设的推进致使其投资活动现金流出规模较大，加之投资活动现金流入规模很小，导致跟踪期内投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持较大规模净流出状态。

如前所述，跟踪期内，公司投资活动的资金缺口仍很大，而经营活动净现金流入规模无法满足其需求，加之债务偿还金额整体亦较大，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，跟踪期内公司债券发行规模及借款金额均有所增长，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，近三年及一期公司吸收投资收到的现金合计 65.67 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，2022 年，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等融资方式筹集的资金，但仍无法完全覆盖资金缺口，从而使得现金及现金等价物净增加额为负，对货币资金有所消耗。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	48.85	166.39	100.08	48.59
投资活动产生的现金流量净额	-205.59	-223.59	-221.33	-32.78
筹资活动产生的现金流量净额	159.57	105.33	78.25	-6.01
现金及现金等价物净增加额	2.83	48.14	-43.01	9.80
收现比	0.78	0.91	0.87	1.73

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模继续增长，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；同时，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平良好，偿债指标表现较好。

随着经营性业务的持续发展以及投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，2022 年以来债务规模增长较快。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；同时，2022 年以来，公司短期债务占比有所上升，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 13：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	融资余额	2023	2024	2025	2026 及以上
银行贷款	500.59	86.33	23.01	24.12	367.13
债券融资	105.85	42.85	33.00	30.00	-
非标融资	12.29	3.30	2.66	2.78	3.55
合计	618.73	132.48	58.67	56.90	370.68

注：上述债务情况不包含租赁负债 0.53 亿元、应付票据 6.29 亿元。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于营业收入有所提高，且债务规模的持续扩张，2022 年公司 EBITDA 的主要构成利润总额及费用化利息支出均保持增长，加之折旧及摊销整体亦有所上升，公司 EBITDA 规模持续增长，对利息支出的保障能力表现好。同时，公司较大规模的经营活动现金净流入亦对利息支出形成良好的覆盖，经营活动净现金流利息覆盖倍数始终大于 3 倍。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	460.62	563.75	625.54	633.38
短期债务占比	10.53	9.69	11.95	12.52
EBITDA	23.65	26.96	30.39	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.46	1.35	1.02	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.01	8.34	3.35	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值为 500.84 亿元，占总资产的比重为 31.16%，主要系公司将公路资产收费权进行质押借款所致。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 8.30 亿元，担保对象为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。

诉讼方面，截至 2022 年末，公司不存在尚未了结的涉案金额在 1,000 万元以上的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍是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，政府对公司有较大规模的资金支持，预计各种注入资金在 100~150 亿元，但没有显著规模的资产划出。
- 2023 年，公司主营业务板块稳步发展，收入稳步增长，盈利水平基本保持稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 150~250 亿元，股权类投资规模在 0~10 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年债务类融资 150~250 亿元，暂无股权类融资。

预测

表 15：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	46.12	46.05	39.94~48.82
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.35	1.02	0.82~1.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动现金流保持较大规模净流入状态，2022 年末公司可动用账面资金为 96.57 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 1,084.51 亿元，尚未使用授信额度为 494.55 亿元，备用流动性较为充足。此外，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，公司可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场较好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 40.50 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划及以往情况，未来一年投资支出主要集中于公路项目，资金需求在 150~250 亿元之间。同时，截至 2022 年末，公司仍有一定规模的债务到期，预计未来一年内到期规模为 132.48 亿元；同期，预计公司未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司治理结构较优，管理层稳定性较好，公开市场信息披露较为及时，但对下属子公司管控仍有优化空间，且存在被行政处罚的事项，公司 ESG 整体表现仍有提升空间。

环境方面，公司的公路项目建设及工程施工等业务板块会面临一定环境风险，2021 年存在因未经环评批复擅自开建而受到行政处罚，但跟踪期内，公司环境管理等方面表现良好，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制和培养体系较为健全，市场化业务公平参与市场竞争，并重视安全生产，近年来未发生重大安全生产事故。

治理方面，公司战略规划清晰，治理结构较为合理，公开市场中信息披露较为及时，近三年未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，但公司下属子公司相对较为独立，且存在被行政处罚的事项以及巡视关注情况，实际管控能力仍有进一步提升空间。

外部支持

中诚信国际认为，甘肃省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

甘肃省战略位置重要，自然资源丰富，为其经济发展提供了有力的支持，经济体量与财政实力整体较强劲。同时，甘肃省拥有一定金融资源，兰州银行股份有限公司、甘肃银行股份有限公司、甘肃省融资担保集团股份有限公司等金融机构可协调一定的金融资源。但近年来固定资产投资等继续推升了甘肃省政府的资金需求，政府融资规模不断增加，甘肃省显性债务率超过 100%，债务水平较高，加之区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。此外，甘肃省城投行业债务风险有所释放，区域再融资环境较弱。

同时，甘肃省政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为甘肃省政府委托从事省内公路建设与运营管理的重要主体，在甘肃省公路建设领域处于重要地位，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为甘肃省国资委，公司根据甘肃省政府意图承担甘肃省公路项目建设任务，股权结构和业务开展均与省政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、车辆购置税收入补助、政府补助等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑，比如 2022 年公司收到车辆购置税及项目建设专项资金 68.96 亿元。除直接的资金支持外，甘肃省政府还以股权划入等形式对公司提供支持，比如向公司注入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。

表 16：甘肃省省级平台类企业比较（亿元、%）

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
甘肃省公路交通建设集团有限公司	甘肃公航旅持股 100.00%	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	1,607.17	742.78	53.78	267.19	9.26	83.00
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	甘肃国资委持股 100.00%	甘肃省最重要的高等级公路建设与运营主体	7,023.77	2,285.50	67.46	1,831.63	3.84	233.00 亿元人民币、10.00 亿美元
甘肃省国有资产投资集团有限公司	甘肃省国资委持股 84.00%	甘肃省最主要的国有资产投资经营主体	3,236.92	1,266.64	60.87	3,758.43	79.85	115.00
甘肃省铁路投资建设集团有限公司	甘肃省国资委持股 60.00%	甘肃省铁路交通基础设施投融资主体	791.87	351.92	55.56	4.24	-6.19	20.00

注：甘肃省省级各平台的债券余额为截至报告出具日数据，且均为本部发行的债券。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，甘肃省政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，甘肃公交建与江西铁航、北部湾集团等可比公司的区域环境综合差异不显著，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有较强的支持意愿，加之公司与可比公司在业务风险和财务风险上并无显著差异，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，甘肃省与江西省、广西壮族自治区均为省级行政单位，行政地位相当。与江西省、广西壮族自治区相比，甘肃省经济财政实力存在一定距离，但政府债务规模亦相对较小，整体债务水平并未明显偏高。因此，甘肃省与江西省、广西壮族自治区的政府支持能力无显著差异，仍处于同一档次。政府支持意愿方面，甘肃公交建、江西铁航和北部湾集团均为地方政府实际控制的重要平台企业，参与区域交通基础设施领域建设及运营，重要性高，当地政府对它们均有较强的支持意愿。

其次，甘肃公交建的业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，核心业务在各自区域的重要性程度高，业务发展状况较好。

然后，甘肃公交建的财务风险在可比对象中处于适中水平。公司资产和权益规模在比较组中处于中等水平，但整体而言资本实力表现极好；相较于北部湾集团，公司与江西铁航的财务杠杆相对较低，债务结构更为合理；公司与可比对象的 EBITDA 对利息支出的覆盖能力表现整体较好，债务偿还压力较小；近三年来资本市场活跃度较高，债券市场认可度较好，可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 17：2022 年同行业对比表

	甘肃公交建	江西铁航	北部湾集团
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	甘肃省	江西省	广西壮族自治区
GDP（亿元）	11,201.6	32,074.7	26,300.9
GDP 增速（%）	4.5	4.7	2.9
人均 GDP（万元）	4.50	7.09	5.22

一般公共预算收入（亿元）	907.60	2,948.30	1,687.72
财政平衡率（%）	21.29	40.45	28.64
政府债务余额（亿元）	6,087.5	10,859.50	9,714.16
控股股东及持股比例	甘肃公航旅 100%	江西省国有资本运营控股集团有限公司 71.14%	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	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	江西省唯一的铁路建设及运营主体	广西自治区重要的公路建设和运营主体
核心业务及收入占比	工程结算 78.41%、商品销售 13.02%、工程服务 7.98%	物资供应（国际贸易）41.35%、铁路沿线土地综合开发收入 11.04%、国铁运营 3.75%	综合交通 78.02%、口岸贸易物流 5.30%、城乡综合服务 12.07%
总资产（亿元）	1,607.17	1,031.32	3,589.33
经调整的所有者权益合计（亿元）	732.78	429.33	1,082.89
总债务（亿元）	625.54	447.81	2,015.35
总资本化比率（%）	46.05	51.05	65.05
营业总收入（亿元）	267.19	87.92	788.11
净利润（亿元）	9.26	2.98	29.42
EBITDA（亿元）	30.39	14.81	73.78
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.02	1.85	0.97
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	100.08	22.53	53.86
可用银行授信余额（亿元）	494.55	310.21	1,509.80
债券融资余额（亿元）	83.00	137.60	90.15

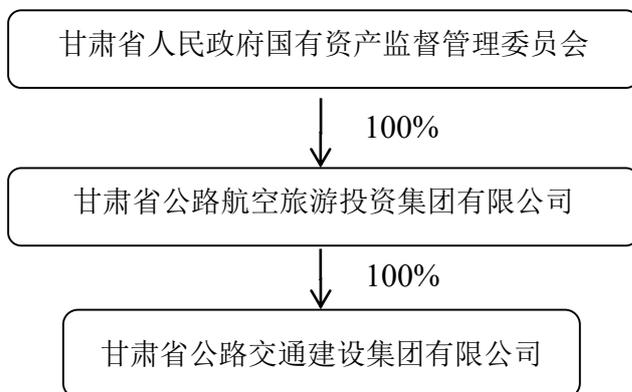
注：债券融资余额为截至报告出具日数据，均为对比企业本部发行的债券；公司与北部湾集团的银行授信为 2022 年末的数据，江西铁路的银行授信为 2023 年 3 月末的数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

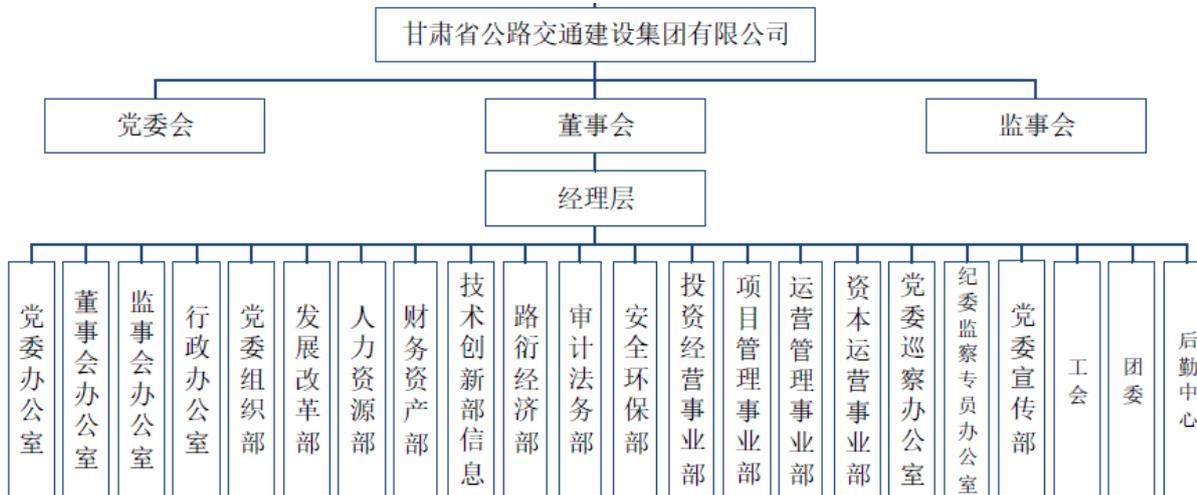
综上所述，中诚信国际维持甘肃省公路交通建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 甘交 G1”和“21 甘交 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2023 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《省政府国资委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），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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	929,907.81	1,423,225.37	988,453.90	1,097,202.94
非受限货币资金	914,385.75	1,395,742.58	965,676.89	1,097,202.94
应收账款	556,438.30	722,922.20	746,234.27	786,517.99
其他应收款	962,596.44	1,090,767.73	1,147,570.35	1,108,225.42
存货	629,395.84	411,942.06	404,720.99	371,082.38
长期投资	104,759.69	132,190.25	214,421.69	222,570.11
在建工程	7,206,016.70	9,304,321.15	10,798,781.21	11,067,517.76
无形资产	49,577.17	48,072.67	44,102.10	41,591.68
总资产	11,299,259.53	14,588,334.68	16,071,706.87	16,607,350.18
其他应付款	150,610.93	234,858.81	314,200.28	182,746.95
短期债务	485,023.72	546,319.34	747,720.38	793,018.08
长期债务	4,121,191.40	5,091,223.40	5,507,721.91	5,540,831.50
总债务	4,606,215.12	5,637,542.74	6,255,442.29	6,333,849.59
总负债	5,842,308.00	7,901,076.16	8,643,920.86	8,924,362.92
利息支出	162,222.05	199,435.34	298,866.56	--
经调整的所有者权益合计	5,356,951.53	6,587,258.52	7,327,786.02	7,682,987.25
营业总收入	2,270,343.33	2,505,911.44	2,671,860.18	347,896.40
经营性业务利润	106,965.24	115,904.13	133,959.31	19,763.42
其他收益	37,888.27	28,161.15	28,356.63	7,168.61
投资收益	3,921.71	4,600.91	-2,857.61	416.59
营业外收入	4,024.68	5,218.07	3,848.89	266.23
净利润	84,401.24	87,323.40	92,559.37	18,313.01
EBIT	188,659.61	213,593.76	240,150.59	--
EBITDA	236,507.14	269,582.54	303,890.65	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,760,360.15	2,278,312.07	2,322,949.96	583,780.27
收到其他与经营活动有关的现金	2,055,694.65	3,217,160.99	2,991,040.21	663,360.69
购买商品、接受劳务支付的现金	1,275,552.72	1,781,484.10	2,139,322.71	605,697.64
支付其他与经营活动有关的现金	1,710,839.28	1,691,711.46	1,802,131.32	82,229.12
吸收投资收到的现金	496,971.86	130,985.80	27,139.60	1,617.00
资本支出	2,051,453.07	2,212,660.66	2,177,138.61	323,021.29
经营活动产生的现金流量净额	488,471.38	1,663,944.30	1,000,787.55	485,908.63
投资活动产生的现金流量净额	-2,055,905.68	-2,235,852.64	-2,213,317.68	-327,802.34
筹资活动产生的现金流量净额	1,595,726.63	1,053,265.16	782,464.45	-60,079.93
现金及现金等价物净增加额	28,292.33	481,356.82	-430,065.68	98,026.36
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	13.64	14.76	14.74	16.78
期间费用率(%)	9.96	10.79	10.24	15.48
应收类款项/总资产(%)	13.45	12.43	11.78	11.41
收现比(X)	0.78	0.91	0.87	1.73
资产负债率(%)	51.71	54.16	53.78	53.74
总资本化比率(%)	46.23	46.12	46.05	45.19
短期债务/总债务(%)	10.53	9.69	11.95	12.52
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.01	8.34	3.35	--
总债务/EBITDA(X)	19.48	20.91	20.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	0.49	0.41	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.46	1.35	1.02	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带关键审计事项的 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、关键审计事项包括建造合同收入确认和应收款项坏账准备，其应对以对财务报表整体进行审计并形成审计意见为背景，并不对这些事项单独发表意见；3、中诚信国际分析时将“长期应付款”、“其他权益工具”和“其他应付款”中的有息债务调整至债务计算；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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	
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn