



甘肃省公路交通建设集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0587 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 13 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	“19 甘交建 MTN002”、“20 甘交建 MTN001BC（品种二）”、“22 甘交建 MTN002（革命老区）”、“23 甘交建债 01/23 甘交 01” AAA	
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。	
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，经济财政实力增长较快，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较强，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、资产流动性较弱等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。 可能触发评级上调因素：不适用。	
调级因素	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，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保持增长，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。**跟踪期内，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。

项目负责人：陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

刘江南 jnliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

甘肃公交建（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,458.83	1,607.17	1,796.42	1,802.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	658.73	732.78	786.58	792.37
负债合计（亿元）	790.11	864.39	1,009.85	1,009.77
总债务（亿元）	563.75	625.54	702.49	708.91
营业总收入（亿元）	250.59	267.19	285.07	26.15
经营性业务利润（亿元）	11.59	13.40	13.46	2.01
净利润（亿元）	8.73	9.26	10.51	1.93
EBITDA（亿元）	26.96	30.39	29.12	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	166.39	100.08	121.54	-0.49
总资本化比率（%）	46.12	46.05	47.18	47.22
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.35	1.02	1.11	--

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）审计并出具关键审计事项的 2021~2022 年审计报告、经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具关键审计事项的 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中 2021 年和 2022 年财务数据分别采用了 2022 年和 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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（2023 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）	11,863.80	32,200.10	27,202.39
一般公共预算收入（亿元）	1,003.50	3,059.60	1,783.80
所有者权益合计（亿元）	786.58	503.02	1,302.82
资产负债率（%）	56.21	54.71	69.07
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.02	1.85	0.97

中诚信国际认为，甘肃省与江西省、广西壮族自治区均为省级行政区，行政地位相当，经济财政实力均强；公司与可比公司均为当地重要的省属平台企业，运营实力相差不大；与可比公司相比，公司权益规模、财务杠杆、偿债指标表现均处于适中水平，整体来看财务融资能力相近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强的支持意愿。

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；EBITDA 利息覆盖倍数为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

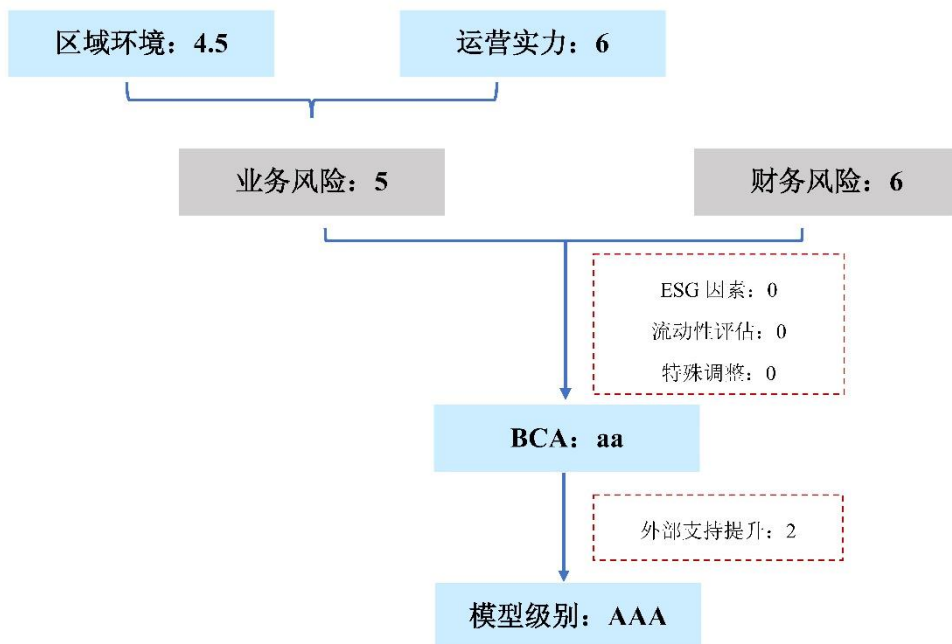
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 甘交建 MTN002	AAA	AAA	2023/06/26 至本 报告出具日	10.00/10.00	2019/09/03~2024 /09/03	事先约束
22 甘交建 MTN002(革命老区)	AAA	AAA	2023/06/26 至本 报告出具日	10.00/10.00	2022/03/25~2025 /03/25	控制权变更
20 甘交建 MTN001BC(品种二)	AAA	AAA	2023/06/26 至本 报告出具日	5.00/5.00	2020/04/23~2025 /04/23	事先约束
23 甘交建债 01/23 甘交 01	AAA	AAA	2023/06/26 至本 报告出具日	10.00/10.00	2023/04/07~2026 /04/07	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
甘肃公交建	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/26 至本报告出具日

评级模型

甘肃省公路交通建设集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为，甘肃省政府有很强的支持能力和对公司有强的支持意愿，主要体现在甘肃省的区域地位，以及经济财政实力增长较快；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。

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_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。行业政策方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，甘肃省战略位置重要，资源禀赋较好，2023 年经济财政实力保持较快增长，潜在的支持能力很强。

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 2023 年末，甘肃省常住人口为 2,465.48 万人，常住人口城镇化率为 55.49%。

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。2023 年，甘肃省实现地区生产总值（GDP）11,863.8 亿元，比上年增长 6.4%。财政方面，受益于税收收入增长较快，2023 年甘肃省一般公共预算收入完成 1,003.5 亿元，增长 10.6%，收入质量有所提高，但财政收支平衡对上级补助依赖程度仍高，当期收到中央下达的各类转移支付约 3,418.8 亿元；同期，甘肃省政府性基金收入较上年基本持平，仍是地方政府财力的重要补充。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，非标融资占比较少，且相关风险有所释放，但受政策影响，区域内整体再融资环境仍较弱。

表 1：近年来甘肃省地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	10,243.3	11,201.6	11,863.8
GDP 增速（%）	6.9	4.5	6.4
人均 GDP（万元）	4.10	4.50	4.79
固定资产投资增速（%）	11.1	10.1	5.9
一般公共预算收入（亿元）	1,001.86	907.60	1,003.5
政府性基金收入（亿元）	595.66	368.10	368.50
税收收入占比（%）	66.62	64.20	69.61
财政平衡率（%）	24.84	21.29	22.21
政府债务余额（亿元）	4,895.6	6,087.5	7,107.0

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，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，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，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，公司业务稳定性和可持续性强。公司积极拓展工程施工、公路养护、商品销售等多元化业务板块，跟踪期内，多元化业务为公司带来较好的利润贡献。值得注意的是，甘肃省国省干线等非经营性公路暂无通行费收入，公司经营性收费公路收入规模小，导致资产收益性整体不高，且后续经营性收费公路的经营情况以及工程款回款情况亦需保持关注。

表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021			2022			2023		
	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	203.90	81.37	10.76	209.50	78.41	11.35	196.31	68.86	12.28
商品销售	22.97	9.17	20.98	34.79	13.02	12.24	56.36	19.77	6.31
工程服务及其他	22.79	9.09	57.72	21.32	7.98	48.99	30.37	10.65	34.27
运营业务	0.94	0.37	42.52	1.58	0.59	57.50	2.03	0.71	60.65
营业收入/毛利率	250.59	100.00	14.76	267.19	100.00	14.74	285.07	100.00	13.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公路建设及运营板块，跟踪期内，甘肃省最重要的高等级公路运营主体仍为甘肃公航旅（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，跟踪期内，公司职能定位、业务模式等均未发生重大变化，其中，国省干线等公路项目的建设仍主要采取传统模式，经营性收费公路项目的建设、运营仍主要采取 PPP 模式。

业务开展情况上，截至 2023 年末，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，加之财政拨款较为及时，公司资金支付压力可控。经营性收费公路方面，截至 2023 年末，公司在建经营性收费公路已进入通车试运营或者部分进入通车试运营，需待满三年进行竣工验收及决算后才能正式运营，2023 年公司试运营期形成的通行费收入为 2.03 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；同时，公司仅灵华高速公路和打庆高速公路后续仍有一定规模的投资，尚需投资体量合计为 18.13 亿元，整体资金压力亦不大。

表 3：截至 2023 年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	20.05	7.99
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	6.55	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	4.88	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	2016~2019	6.66	5.88	6.68
G309 线板桥至小园子段	2016~2019	10.52	10.86	10.52
G310 线陇西至临洮段	2017~2019	11.65	9.86	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	16.91	13.81
G248 线江果河至迭部扎古录镇段	2016~2020	1.02	1.15	1.32
G248 线江果河至迭部扎古录镇段洮河大桥	2020~2020	0.39	0.45	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	3.43	2.63
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	2016~2020	6.25	3.64	0.55
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	2016~2019	2.86	2.81	1.35
小计	--	129.12	119.94	102.91
在建				
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	2016~2022	21.40	20.28	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	34.22	31.23
舟曲立节至四川永和三级公路	2016~2022	10.40	7.47	5.86
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	2019~2022	2.70	2.84	1.13
G312 线界牌村至安门	2021~2024	8.08	5.06	1.67
G247 线会宁（侯家川）至通渭段升级改造项目	2022~2024	8.79	3.72	2.63
G248 线巴下寺至虎关段工程建设项目	2022~2024	25.40	3.37	2.00
G309 线祁家南山至汉家岔段升级改造项目	2022~2024	11.56	4.99	6.20
S38 线王格尔塘至夏河（桑科）高速公路项目	2018~2021	64.80	55.36	50.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	2019~2022	44.46	42.56	43.95
G312 线七墩至瓜州公路工程	2019~2022	27.96	17.48	17.83
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	2020~2024	133.71	95.13	95.67
S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	2020~2024	83.14	50.04	30.55
G569 线西渠至民勤至武威公路项目	2021~2024	105.80	9.24	12.00
G312 线傅家窑至苦水段工程	2021~2024	67.88	42.90	22.50
合水（太白）至华池公路	2022~2025	106.47	11.91	9.70
G569 曼德拉至大通公路武威至仙米寺段	2021~2024	61.38	31.66	43.60
G75 兰州至海口高速兰州段长大坡整治工程	2019~2022	20.76	20.06	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	1.35	1.00
小计	--	840.90	459.63	402.69
拟建				
G247 景泰至昭通公路景泰至水泉段	筹建中	28.11	0.10	0.13
G211 线南义至罗沟圈段升级改造项目	筹建中	24.05	0.16	0.10
S314 阿克塞至拉配泉至新疆巴什库干公路工程	筹建中	126.84	0.03	0.05
G309 线定远至达川段升级改造项目	筹建中	41.21	0.04	0.13
小计	--	220.21	0.32	0.41

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

表 4：截至 2023 年末公司主要经营性收费公路项目情况（亿元）

项目名称	业务	总投资	已投资	资本金	已到位	资本金来源	公司占社会	运营	建设周期	建设状
------	----	-----	-----	-----	-----	-------	-------	----	------	-----

模式			总额	资本金	资本金比例	期	态			
两徽高速公路	PPP模式	74.94	87.11	30.12	30.12	政府出资 49.00% 社会资本 51.00%	70.35%	30 年	2015~2019	通车试运营
敦当高速公路	PPP模式	115.90	122.35	46.63	46.63	政府出资 48.72% 社会资本 51.28%	54.13%	30 年	2017~2021	通车试运营
彭大高速公路	PPP模式	118.23	122.68	24.17	24.17	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
二车一级公路	PPP模式	77.18	86.29	25.36	25.06	政府出资 6.37% 社会资本 93.63%	100.00%	30 年	2018~2022	通车试运营
打庆高速公路	PPP模式	102.21	93.34	20.86	19.57	政府出资 48.00% 社会资本 52.00%	100.00%	30 年	2021~2025	部分通车试运营
灵华高速公路	PPP模式	104.15	94.89	26.13	23.78	政府出资 3.83% 社会资本 96.17%	58.41%	30 年	2019~2023	部分通车试运营
合计	--	592.61	606.66	173.27	169.33	--	--	--	--	--

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，跟踪期内，公司工程施工板块运营主体仍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”），其中甘肃路桥仍以承接公路、桥梁等各类工程项目的施工建设为主，八冶集团仍以建筑工程施工为主，各类业务整体资质较全，业务模式未发生重大变化。从业务开展情况来看，2023 年，甘肃路桥和八冶集团新签合同金额同比均有所下降，但整体仍保持较大规模，且当期营收占比仍在 65%以上，是公司收入的主要来源；同时，毛利率同比有所上升，利润贡献仍较好。截至 2023 年末，甘肃路桥及八冶集团在手未完工合同金额分别为 190.26 亿元和 1.55 亿元，为公司工程施工业务收入提供了强有力的保障。但受宏观经济环境影响，工程施工项目回款相对滞后，导致应收账款增长较多，公司工程施工板块后续资金回笼情况需保持关注。

表 5：近年来公司工程施工板块在手合同情况

甘肃路桥	2021	2022	2023
新签合同金额（亿元）	151.64	157.22	135.26
新签合同数（个）	34	33	104
期末在手未完工合同金额（亿元）	248.13	182.74	190.26
八冶集团	2021	2022	2023
新签合同金额（亿元）	38.75	48.20	31.50
新签合同数（个）	183	208	172
期末在手未完工合同金额（亿元）	9.05	11.04	1.55

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，跟踪期内，公司公路养护板块仍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，业务资质与业务模式均未发生重大变化。从业务开展情况来看，截至 2023 年末，公司在手公路养护项目 136 个，合同金额合计 21.08 亿元，已确认收入 17.09 亿元，已回款 11.89 亿元，跟踪期内业务发展相对稳定，但回款略有滞后。客户集中度方面，2023 年，公司公路养护板块前五大客户收入合计为 2.69 亿元，占比为 15.74%，客户集中度整体不高。

商品销售板块，跟踪期内，公司商品销售板块的运营主体仍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，业务模式未发生重大变化。从业务开展来看，2023 年，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，毛利率同比继续下降。同期，该业务上游供应商集中度有所提升，前五大供应商仍以国企为主，民企占比相对较低；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，后续该业务潜在的经营风险仍需保持关注。

表 6：2023 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
中海油(北京)销售有限公司	16.41	25.56%	沥青
酒钢集团榆中钢铁有限责任公司	5.23	8.14%	钢材
中石油燃料油有限责任公司西北销售分公司	2.57	4.00%	沥青
西藏玖峰实业有限公司	1.96	3.06%	钢材
陕西交控公路沥青材料技术有限责任公司	1.46	2.28%	钢材
合计	27.63	43.04%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2023 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
青岛国恩塑贸有限公司	4.54	6.75%	沥青
山东和乐盛博物资有限公司	4.24	6.31%	沥青
山东尚达国际贸易有限公司	2.93	4.36%	沥青
滨州市元丰化工有限公司	2.39	3.56%	沥青
金川集团铜贵有限公司	2.00	2.98%	铜精矿
合计	16.10	23.96%	--

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，受益于政府的大力支持以及项目的持续推进，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，资本结构及债务期限结构较为合理；综合融资成本较低，EBITDA 对利息的保障能力表现一般。

资本实力与结构

跟踪期内，公司继续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。

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，仍呈现以非流动资产为主的资产结构，2023 年以来其占总资产的比重仍维持在 70%以上，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，跟踪期内，随着在建公路项目的持续投入，公司在建工程规模快速增长，截至 2023 年末为 1,226.72 亿元，占总资产的比重达 68.29%，其中经营性收费高速公路资产为 553.10 亿元，目前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以及路网效益的提升，现金流入规模或将有所扩大；创

新型专项债收费公路项目 377.70 亿元，部分公路已形成通行费但未入账，公司正在与行业主管部门沟通道路变性后获得收费权；国省干线乡村道路等项目资产为 267.15 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 年末为 213.63 亿元，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 58.22 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，公司基于预期信用损失模型对应收账款计提坏账准备，截至 2023 年末已计提坏账准备 6.65 亿元。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 年以来均呈波动态势。此外，跟踪期内，公司货币资金规模整体有所波动，截至 2024 年 3 月末为 100.97 亿元，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，资产质量整体不高。

跟踪期内，公司债务规模继续保持增长，短期债务占比有所提高，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，且综合融资成本相对较低。受益于政府的持续支持、项目的持续推进以及自身利润积累，公司资本公积、未分配利润及少数股东权益同比继续增长，带动经调整的所有者权益¹增加，资本实力极强。由于权益及债务规模的增长幅度不同，近年来公司财务杠杆有所波动，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 56.03%和 47.22%，财务杠杆水平处于合理范围内。

表 8：截至 2023 年末公司到期债务分布（亿元）

	合计	2024 年	2025 年	2026 年	2026 年以后
融资租赁	15.47	4.50	4.63	4.76	1.59
银行借款	595.34	104.37	41.33	18.39	431.24
债券融资	84.62	34.62	40.00	10.00	--
其他	2.55	2.55	--	--	--
合计	697.99	146.04	85.96	33.15	432.83

注：上述债务不包括应付票据和租赁负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

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，且销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本匹配，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，对利息的保障能力总体较强。跟踪期内，公司高速公路项目建设的推进致使其投资活动现

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 6 月末为 0 亿元。

金流出规模仍较大，加之投资活动现金流入规模也很小，导致投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态。综合来看，跟踪期内，公司投资活动的资金缺口很大，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，公司对外部融资的需求仍较大，筹资活动净现金流仍保持较大规模净流入状态。2023 年，尽管利润总额、折旧及摊销同比略有增长，但由于费用化利息支出同比减少，公司 EBITDA 较上年略有下降，但仍能够基本覆盖利息支出。

截至 2023 年末，公司合并口径共获得各银行授信额度为 1,226.95 亿元，尚未使用额度为 541.36 亿元，备用流动性较为充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，同期末在手可用批文包括 30.50 亿元优质主体企业债和 8.00 亿元公司债。

表 9：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.Q1
货币资金	142.32	98.85	115.06	100.97
应收账款	72.29	74.62	102.68	100.56
预付款项	29.67	25.41	22.15	31.45
其他应收款	109.08	114.76	110.95	109.11
存货	41.19	40.47	39.25	40.53
合同资产	53.74	79.02	68.24	69.30
在建工程	930.43	1,079.88	1,226.72	1,242.34
资产总计	1,458.83	1,607.17	1,796.42	1,802.14
资本公积	509.65	578.61	594.10	597.97
未分配利润	26.04	32.06	40.44	42.31
少数股东权益	116.92	115.27	125.73	125.79
经调整的所有者权益合计	658.73	732.78	786.58	792.37
总债务	563.75	625.54	702.49	708.91
短期债务占比	9.69	11.95	16.64	12.54
资产负债率	54.16	53.78	56.21	56.03
总资本化比率	46.12	46.05	47.18	47.22
经营活动产生的现金流量净额	166.39	100.08	121.54	-0.49
投资活动产生的现金流量净额	-223.59	-221.33	-182.51	-19.33
筹资活动产生的现金流量净额	105.33	78.25	76.32	5.56
收现比	0.91	0.87	1.00	1.98
EBITDA	26.96	30.39	29.12	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.35	1.02	1.11	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	8.34	3.35	4.65	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产占当期末总资产的 31.41%，主要为 PPP 项目银团贷款收费权质押对应的在建工程。

表 10：截至 2023 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3.15	履约保证金
应收账款	4.08	质押借款
存货	0.40	抵押借款
固定资产	3.10	抵押借款
无形资产	0.37	抵押借款
在建工程	553.10	未来收费权质押
投资性房地产	0.12	抵押借款未撤押
合计	564.31	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 6.90 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 2023 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 2024 年 5 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。

外部支持

跟踪期内，甘肃省战略位置仍然重要，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保持较快增长。同时，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，实际控制人为甘肃省国资委，公司根据甘肃省人民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，因此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，其中 2023 年获得政府专项债资金 34.99 亿元。综上，跟踪期内，甘肃省人民政府具备很强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

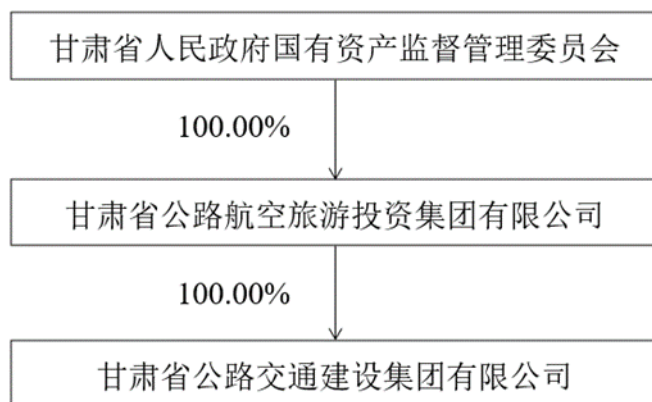
“23 甘交建债 01/23 甘交 01”募集资金 10 亿元，所筹资金全部用于补充营运资金，截至 2023 年末已使用完毕。

“19 甘交建 MTN002”、“20 甘交建 MTN001BC（品种二）”、“22 甘交建 MTN002（革命老区）”、“23 甘交建债 01/23 甘交 01”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持一定的区域竞争力，业务稳定性及可持续性很强，资本实力持续提升，且考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

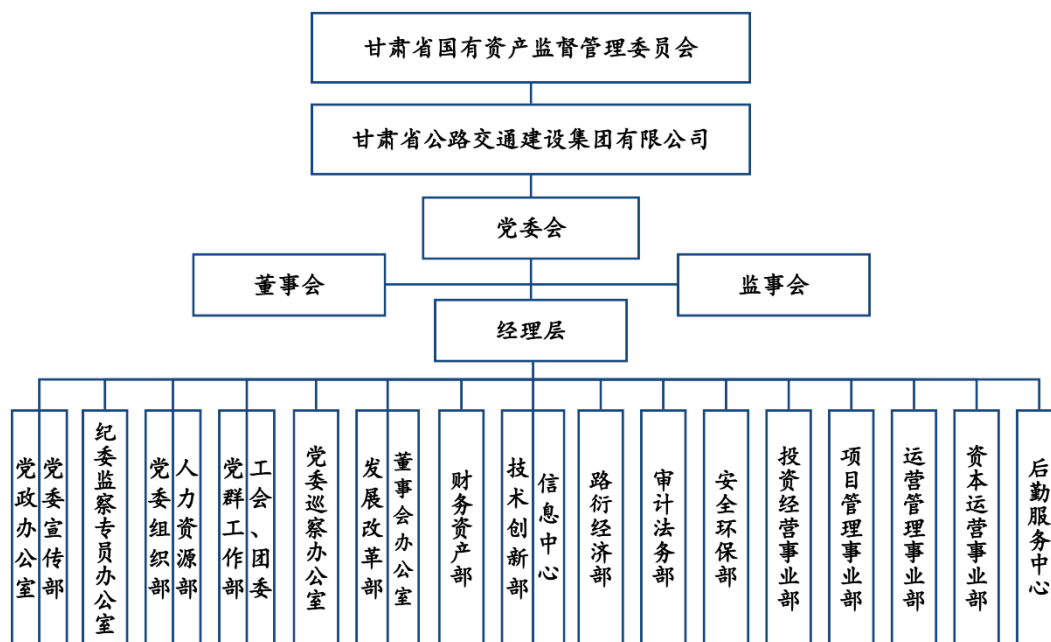
综上所述，中诚信国际维持甘肃省公路交通建设集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 甘交建 MTN002”、“20 甘交建 MTN001BC（品种二）”、“22 甘交建 MTN002（革命老区）”、“23 甘交建债 01/23 甘交 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2024 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	100.00%
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集团有限公司	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	80.00%
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；3、公司对八冶集团的持股比例不足 51%，但纳入合并报表范围，主要是因为目前八冶集团共有 7 位董事，公司向八冶集团派驻 5 名董事（其中一名为八冶集团董事长），在八冶集团董事会席位中占据多数，具有控制权。



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,423,225.37	988,453.90	1,150,613.08	1,009,736.53
非受限货币资金	1,395,742.58	965,676.89	1,119,123.84	--
应收账款	722,922.20	746,234.27	1,026,797.43	1,005,550.40
其他应收款	1,090,767.73	1,147,570.35	1,109,549.58	1,091,096.88
存货	411,942.06	404,720.99	392,468.44	405,347.26
长期投资	132,190.25	214,421.69	328,797.66	340,989.85
在建工程	9,304,321.15	10,798,781.21	12,267,208.37	12,423,390.20
无形资产	48,072.67	44,102.10	44,437.41	47,100.74
资产总计	14,588,334.68	16,071,706.87	17,964,242.80	18,021,357.22
其他应付款	234,858.81	314,200.28	327,567.62	324,947.19
短期债务	546,319.34	747,720.38	1,168,989.51	888,801.51
长期债务	5,091,223.40	5,507,721.91	5,855,925.46	6,200,272.28
总债务	5,637,542.74	6,255,442.29	7,024,914.97	7,089,073.79
负债合计	7,901,076.16	8,643,920.86	10,098,491.43	10,097,688.57
利息支出	199,435.34	298,866.56	261,174.73	--
经调整的所有者权益合计	6,587,258.52	7,327,786.02	7,865,751.38	7,923,668.65
营业总收入	2,505,911.44	2,671,860.18	2,850,674.41	261,451.60
经营性业务利润	115,904.13	133,959.31	134,570.94	20,078.15
其他收益	28,161.15	28,356.63	33,463.91	6,344.99
投资收益	4,600.91	-2,857.61	75.53	647.98
营业外收入	5,218.07	3,848.89	4,564.58	478.37
净利润	87,323.40	92,559.37	105,132.43	19,332.25
EBIT	213,593.76	240,162.90	227,881.41	--
EBITDA	269,582.54	303,902.95	291,168.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,278,312.07	2,322,949.96	2,848,187.12	517,120.08
收到其他与经营活动有关的现金	3,217,160.99	2,991,040.21	2,983,352.12	408,815.94
购买商品、接受劳务支付的现金	1,781,484.10	2,139,322.71	2,388,387.62	480,146.58
支付其他与经营活动有关的现金	1,691,711.46	1,802,131.32	1,853,137.64	385,469.62
吸收投资收到的现金	130,985.80	27,139.60	99,073.20	4,000.00
资本支出	2,212,660.66	2,177,138.61	1,657,960.11	182,795.86
经营活动产生的现金流量净额	1,663,944.30	1,000,787.55	1,215,409.36	-4,916.74
投资活动产生的现金流量净额	-2,235,852.64	-2,213,317.68	-1,825,113.02	-193,289.42
筹资活动产生的现金流量净额	1,053,265.16	782,464.45	763,150.61	55,583.28
现金及现金等价物净增加额	481,356.82	-430,065.68	153,446.94	-142,622.87
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	14.76	14.74	13.78	20.34
期间费用率（%）	10.79	10.24	9.75	14.71
应收类款项占比（%）	12.43	11.78	11.89	11.63
收现比（X）	0.91	0.87	1.00	1.98
资产负债率（%）	54.16	53.78	56.21	56.03
总资本化比率（%）	46.12	46.05	47.18	47.22
短期债务/总债务（%）	9.69	11.95	16.64	12.54
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	8.34	3.35	4.65	--
总债务/EBITDA（X）	20.91	20.58	24.13	--
EBITDA/短期债务（X）	0.49	0.41	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.35	1.02	1.11	--

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）审计并出具关键审计事项的 2021~2022 年审计报告、经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具关键审计事项的 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中 2021 年和 2022 年财务数据分别采用了 2022 年和 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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
	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+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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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