信用等级公告

联合〔2019〕2299 号

联合资信评估有限公司通过对甘肃省公路交通建设集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持甘肃省公路交通建设集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 甘交建 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

甘肃省公路交通建设集团有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 甘交建 MTN001	10 亿元	2022/1/18	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	61.69	90.17	118.20	147.72
资产总额(亿元)	197.09	312.58	774.52	812.76
所有者权益(亿元)	58.52	85.74	359.47	390.61
短期债务(亿元)	25.34	27.03	36.66	33.43
长期债务(亿元)	57.31	95.73	253.56	264.44
全部债务(亿元)	82.65	122.76	290.22	297.86
营业收入(亿元)	49.83	71.24	125.41	15.84
利润总额 (亿元)	3.16	2.61	4.84	-0.36
EBITDA(亿元)	5.41	6.59	11.38	--
经营性净现金流(亿元)	20.25	11.42	7.05	14.22
应收类款项/资产总额(%)	19.27	9.15	20.23	17.00
营业利润率(%)	13.50	11.93	10.90	11.27
净资产收益率(%)	4.38	2.52	1.10	--
资产负债率(%)	70.31	72.57	53.59	51.94
全部债务资本化比率(%)	58.55	58.88	44.67	43.26
流动比率(%)	145.21	139.88	267.10	349.36
全部债务/EBITDA(倍)	15.27	18.63	25.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	0.73	0.81	--

注：公司 2019 年 1 季报财务数据未经审计

分析师 王 治 楚方媛

电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮箱：lianhe@lhratings.com
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

甘肃省公路交通建设集团有限公司（以下简称“公司”）是甘肃省经营性收费公路和非收费公路建设主体。跟踪期内，公司在甘肃省境内经营性收费公路投资、建设和管理方面持续保持其专营优势；公司在资产划拨和公路项目资本金注入等方面持续获得有力的外部支持；公司资产规模和营业收入快速增加，在建经营性收费公路存量充足，业务持续性较好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目投资规模较大，债务规模快速增长等因素可能给公司经营及信用水平带来的不利影响。

甘肃省作为“一带一路”沿线的重要交通枢纽，甘肃省高速公路建设仍存在较大空间，为公司发展提供良好的外部环境。随着公司经营性收费公路项目的不断推进，公司整体竞争能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“19 甘交建 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，甘肃省经济持续发展，甘肃省高速公路建设仍存在较大空间，为公司提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在收费性高速公路建设和管理方面持续保持专营优势，政府在股权划转、资金拨款方面给予公司大力支持。
3. 跟踪期内，受新纳入合并范围内子公司整体规模较大影响，公司资产总额和营业收入快速扩大，公司整体竞争力有所增强。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务规模快速上升，公司债务负担较重。
2. 公司在建、拟建经营性收费公路项目未来

投资规模较大，公司将面临较大的筹资压力。

3. 根据《甘肃省人民政府关于甘肃省公路交通建设集团有限公司组建方案的批复》（甘政函〔2018〕85号），甘肃省人民政府同意公司股权整体划转甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称“公航旅公司”），并由公航旅公司履行出资人职能；截至2019年6月底，公司股东和出资人尚未完成工商变更，联合资信将持续关注公司股东和出资人工商变更情况。

声　明

一、本报告引用的资料主要由甘肃省公路交通建设集团有限公司（以下简称“公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

甘肃省公路交通建设集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于甘肃省公路交通建设集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

根据《甘肃省人民政府关于甘肃省公路交通建设集团有限公司组建方案的批复》（甘政函〔2018〕85号）（以下简称“组建方案批复”），甘肃省人民政府同意通过股权划转、调整注册资本方式将公司改组，同意公司股权整体划转甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称“公航旅公司”），公航旅公司履行出资人职能。截至2019年6月底，根据国家企业信用信息公示系统查询结果和公司提供最新公司章程，公司股东和出资人仍为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”），公司实际控制人未发生变化，仍为甘肃省国资委。跟踪期内，公司注册资本由5000万元大幅增加至100.00亿元，已完成相关工商手续变更；实收资本未发生变化，截至2019年3月底，实收资本仍为5000万元；跟踪期内，公司法定代表人兼董事长变更为刘建勋（原甘肃省交通运输厅副厅长），公司名称于2019年3月21日变更为现名。

跟踪期内，公司职能定位和部门设置均未发生重大变化；经营范围变更为高速公路建设、运营、管理；国省干线公路项目建设、改造；公路交通基础建设项目融资；公路服务区经营管理、公路养护、公路绿化、路域产业开发经营；市政及商用、工业、民用基础设施建设等。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司共计18家；公司本部内设财务资产部、审计部和企业发展部等12个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额774.52亿元，所有者权益合计359.47亿元；2018年，公司实现营业收入125.41亿元，利润总额4.84亿元。

截至2019年3月底，公司合并口径资产总额812.76亿元，所有者权益390.61亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入15.84亿元，利润总额-0.36亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市城关区永昌路2号；法定代表人：刘建勋。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年6月底，联合资信所评的公司存续债券为“19甘交建MTN001”，存续债券余额10.00亿元。跟踪期内，“19甘交建MTN001”未到还本付息日；截至2019年3月底，募集资金已使用3.00亿元。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部《2018年交通运输行业发展统计公报》，截至2018年底中国公路总里程484.65万公里，增加7.31万公里，其中高速公路通车里程14.26万公里，增加0.61万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度50.48公里/百平方公里，增加0.76公里/百平方公里。2018年，中国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%；普通国

省道建设完成投资6378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4986亿元，增长5.4%。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2018年全国营业性客运车辆完成公路客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，比上年分别下降6.2%和5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2018年全国营业性货运车辆完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，比上年分别增长7.3%和6.7%。

高速公路行业政策

2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预〔2017〕97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。《修订草案》提出：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置，经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求等原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。若《修订草案》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响，目前《修订草案》正在向社会公开征求意见中，不排除会有进一步的修改。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企

业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2018 年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

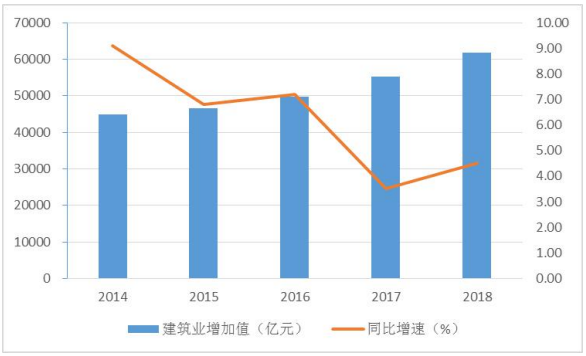
2. 建筑行业

（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值仍保持增长态势。初步核算，2018 年中国建筑业增加值 61808 亿元，按不变价计算比上年增长 4.5%，增速较 2017 年回升 1 个百分点。2018 年，全国建筑业新签合同额同比增长 7.14%至 272854.07 亿元，增速较 2017 年大幅下降 12.24 个百分点；在手合同额同比增长 12.49%至 494409.05 亿元，增速同比下滑 4.94 个百分点。

图 1　2014~2018 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

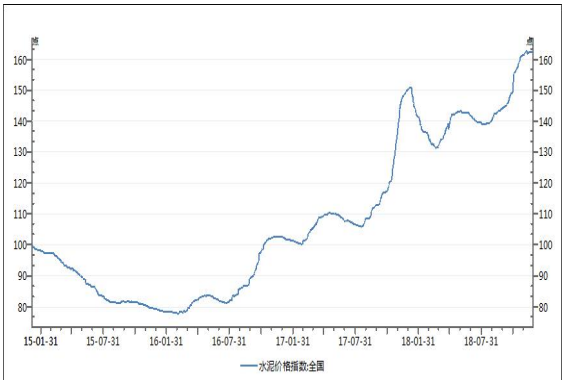
（2）上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处于历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

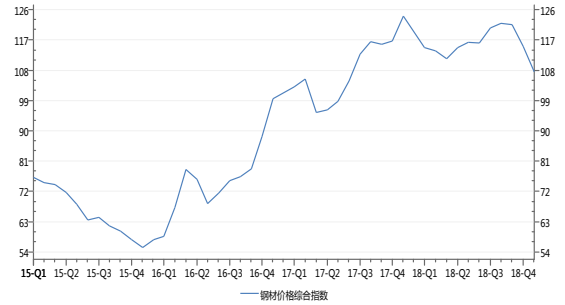
2018 年，钢材价格呈现宽幅震荡的走势。2018 年 9 月以来，钢材价格开始迅速下降，一方面是因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，另一方面是因为钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图 2　近年全国水泥价格指数



资料来源：wind

图 3　近年全国钢材价格指数



资料来源：wind

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但在宽信用、补短板的政策引导下，预计基建投资将有所回暖。

房地产行业作为建筑业的重要下游之一，2018 年以来下行态势明显。2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 亿元，较上年同期增长 9.50%，房屋新开工面积同比增长 17.20%。与此同时，2018 年 1~12 月，全国商品房销售面积同比仅增长 1.30%，房屋竣工面积则较上年同期下降 7.80%。随着棚改货币化的收紧，以及居民杠杆率的持续提高，紧缩的融资环境和趋严的监管环境限制了国内贷款、个人按揭贷款等房地产开发的主要资金来源，从而给地产行业带来了下行压力。

基建投资方面，2018 年 1~12 月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，较去年同期下降 15.2 个百分点，增速较 1~9 月回升 0.5 个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，2018 年四季度基建投资增速企稳回升，结束了 2017 年底以来连续 9 个月的下滑，但仍处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018 年 1~12 月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.9%，增速较前三季度回升 0.7 个百分点；水利、环境和公共设施管理投资同比增长 3.3%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点。

2018 年下半年以来，面对国内外需求冲击共振带来的经济下行压力，央行采取了适度宽松的货币政策，多次下调存款准备金；随着地方政府专项债发行和使用进度的加快，积极的财政政策也更加积极。为稳定市场对基建投资的信心，中央政府提出了“基建补短板”，进一步加大基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域的投资力度，并把去杠杆的政策目标变为了稳杠杆。总体看，在宽信用、补短板的政策引导下，基建投资预计将有所回暖，从而给建筑业的下游需求带来一定的支撑。

（3）建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之EPC、BT、BOT和PPP等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占

据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

表 1　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业风险关注

基建资金到位情况不及预期，行业竞争加剧挤压利润空间

由于地方政府债务快速增长，地方政府组织开展基础设施建设投资的意愿与能力存在不确定性，紧信用的环境使得基建资金到位情况不及预期。此外，由于建筑行业竞争性强，对上下游的议价能力弱，压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。在融资成本高企的金融环境下，整个建筑市场毛利率空间进一步受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

需求方面，随着调控政策持续收紧，一级居民终端需求的透支，房地产开发投资增速下行压力持续加大；在金融防风险、地方政府去杠杆的背景下，基建行业也难以保持过去的高速增长。由于对上游的议价能力相对较弱，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格经历了较大幅度的上涨，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 监管趋严使得企业面临一定的合规风险。

为了控制地方隐形债务风险，财政部加强了对 PPP 项目的监管，将大量不合规的 PPP 项目从项目库中清退。对于积累了大量不合规 PPP 项目的企业，短期内的整改压力很大，如果回归传统的垫资模式，在融资能力不足、地方政府债务负担较重的背景下许多项目都将难以落地，从而给建筑企业带来较大的业绩压力。

（5）建筑行业发展趋势

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源。2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加

大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

3. 区域经济

公司主要业务范围集中在甘肃省境内，甘肃省经济发展对公司产生重要影响；公司定位为甘肃省境内经营性高速公路投资、建设、运营、养护和服务主体，甘肃省交通运输规划对公司业务运营产生重要影响。

甘肃省作为“一带一路”沿线的重要交通枢纽，跟踪期内，甘肃省经济保持增长，常住人口呈小幅净流入；固定资产投资有所下降；“十三五”交通运输发展规划进度缓慢，高速公路建设仍保持较大空间。

根据《2018 年甘肃省国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，甘肃省地区生产总值 8246.1 亿元，同比增长 6.3%。其中，第一产业增加值 921.3 亿元，同比增长 5.0%；第二产业增加值 2794.7 亿元，同比增长 3.8%；第三产业增加值 4530.1 亿元，同比增长 8.4%。三次产业结构比为 11.2:33.9:54.9。按常住人口计算，人均地区生产总值 31336 元，同比增长 5.8%。全省常住人口 2637.26 万人，比上年末增加 11.55 万人。

2018 年，甘肃省固定资产投资同比下降 3.9%。2018 年，甘肃省项目投资比上年下降 10.3%。其中，交通运输、仓储和邮政业投资下降 17.0%，占项目投资比重的 24.9%。

根据《甘肃省“十三五”交通运输发展规划》，预计 2020 年甘肃省高速公路通车里程达到 7300 公里，较 2015 年底通车里程增加 3700 公里；跟踪期内，根据甘肃省交通运输厅发布《甘肃省“十三五”交通运输发展规划中期评估调整报告》，2016~2017 年，甘肃省仅建成高速公路 438 公里，完成规划进度的 11%，建设推进缓慢，甘肃省交通运输厅预计对规划指标进行调减，总体来看，甘肃省高速公路建设仍存在较大空间。

五、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人仍为甘肃省国资委，根据《组建方案批复》，未来公司股东和出资人可能变更为公航旅公司，联合资信将持续关注公司股东和出资人变更情况。

跟踪期内，公司股东和实际控制人仍为甘肃省国资委。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 5000 万元，甘肃省国资委实际履行出资人职责。但是，根据《组建方案批复》，未来公司股东和出资人可能变更为公航旅公司，联合资信将持续关注公司股东和出资人变更情况。

2．企业规模及竞争优势

跟踪期内，公司在甘肃省经营性收费公路建设和运营方面专营性仍强；公司资产规模不断扩大，工程施工资质完备、技术专利和科研能力仍较强；总体来看，公司在甘肃省内仍具有良好的竞争优势。

根据公司提供资料，甘肃省国资委将公司定位为甘肃省经营性收费公路和非收费公路建设主体。截至 2019 年 3 月底，与公司职能定位类似企业为甘肃省公航旅公司，公司与甘肃省公航旅公司分工协作，共同承担甘肃省高速公路的投资、建设、运营和管理任务。实际职能分配中，公司主要负责甘肃省境内经营性收费公路投资、建设和运营，甘肃省公航旅公

司主要负责政府还贷性公路建设和运营。总体来看，公司在甘肃省经营性收费公路投资、建设和运营方面专营性强。

资产规模方面，跟踪期内，公司获得政府划拨子公司数量不断增加；2018 年，公司新划入子公司甘肃省公路发展集团有限公司（以下简称“公发集团”）规模较大，公司资产规模快速增加。截至 2018 年底，公司资产总额 774.52 亿元，较上年底增长 147.78%，公司资产规模在甘肃省国有企业中排名靠前。

收入规模方面，截至 2019 年 3 月底，公司经营性收费公路均处于建设中，尚未形成通行费收入；公司主要收入来源于子公司甘肃路桥建设集团有限公司（以下简称“甘肃路桥”）工程施工收入。甘肃路桥主要从事甘肃省境内道路、桥梁等施工业务，在甘肃省内具有一定的竞争优势。此外，公司销售业务、试验检测、勘察设计、监理、公路养护等收入对营业收入形成一定补充。总体来看，公司拥有“投、融、建、管、养、运、服”一体化公路全产业链。

业务资质方面，跟踪期内，公司工程施工资质完备、技术专利和科研能力仍较强。公司工程咨询、勘察设计、实验检测、工程施工专业承包、养护等资质齐全。公司拥有公路工程施工总承包特级资质、桥梁工程专业承包壹级资质、隧道工程专业承包壹级资质、公路路面工程专业承包壹级资质等。公司拥有甘肃省公路试验检测创新服务平台、甘肃省道路材料工程实验室等 4 个省部级创新平台，专注对甘肃省道面工程技术、公路建设与养护技术、材料及装备交通运输行业研发。

3．人员素质

跟踪期内，公司法定代表人兼董事长变更为刘建勋先生，此次变更未对公司日常经营、偿债能力等方面产生重大不利影响。

刘建勋先生，1970年生，毕业于长安大学交通运输规划与管理专业；博士研究生学历、正高级工程师；曾任职甘肃省交通厅工程处生产办（工程科）主任、交通厅工程处副总工程师、甘肃路桥董事长、甘肃省交通运输厅副厅长等；2019年4月以来，担任公司董事长。

4．外部支持

跟踪期内，甘肃省财政自给能力差，财政支出对上级补助依赖度高；政府债务融资空间有限；政府在股权划转、资金拨款方面给予公司大力支持。

(1) 甘肃省财政实力

2018 年，甘肃省实现一般公共预算收入 870.8 亿元，同口径下同比增长 8.3%，其中税收收入 610.4 亿元，税收收入占比 70.11%；一般公共预算支出 3774.1 亿元，财政自给率 23.05%，自给能力差。同期，政府性基金预算收入 399.2 亿元；上级补助收入 2501.20 亿元，上级补助收入规模很大。政府债务方面，根据财政部核定，2018 年，甘肃省政府债务限额 2745.5 亿元，较 2017 年新增 446 亿元；截至 2018 年底，甘肃省政府债务余额 2499 亿元，融资空间有限。

(2) 股权划入

跟踪期内，根据甘肃省国资委甘国资发产权〔2018〕436 号文件、甘国资发产权〔2018〕435 号文件及《甘肃省交通运输厅、甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会、甘肃省公路管理局、交建集团签订的关于甘肃省公路发展集团有限公司国有股权无偿划转协议》，将甘肃省高速公路服务有限公司全部股权、甘肃公航旅工程咨询有限公司 60%国有股权和甘肃公航旅公路养护有限公司 100%国有股权、及公发集团全部国有股权无偿划转至公司；其中，公发集团规模较大，截至 2018 年底，公发集团净资产规模 140.59 亿元。

(3) 政府建设补助资金

2018 年，公司获得甘肃省财政厅、甘肃省交通运输厅等部门对公司发放车辆购置税补助 80.01 亿元。在会计处理上，公司将实际收到政府资金拨款计入“收到其他与经营活动有

关现金”科目，同时增加“资本公积”。

(4) 其他政府补助资金

2018 年，公司收到政府科研经费补助 0.23 亿元，计入“营业外收入”。

5．企业信用记录

公司过往债务履约记录良好，未发现有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10620102010880304），截至 2019 年 6 月 24 日，公司无未结清和已结清的关注类和不良类贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 7 月 19 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度无重大变化。

七、 经营分析

1． 经营概况

跟踪期内，公司新增公路养护业务，成为公司营业收入的重要补充；公司收入仍主要以工程施工业务为主；跟踪期内，公司综合毛利率小幅下降但总体保持稳定。

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于工程施工收入；2018年，公司新划入合并范围子公司公发集团，使得公司新增公路养护业务收入，成为收入的重要补充；商品销售和工程服务收入相对较小，同比有所下降；其他业务主要系仓储、运输服务、受托加工、租赁等产生收入，业务种类分散，且规模较小。2018年，公司实现营业收入125.41亿元，主要系工程施工业务收入和公路养护收入增加所致；同期，公司毛利率小幅下降至11.26%。

2019年1~3月，公司实现营业务收入15.84亿元，占2018年全年收入的12.63%；同期，毛利率12.01%，毛利率同比小幅上升。

表 2　2017~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主营业务收入和毛利率概况　(单位：亿元、%)

	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	61.41	86.20	11.89	91.42	72.90	10.54	13.36	84.34	10.69
公路养护	--	--	--	22.17	17.68	13.60	0.48	3.03	14.00
商品销售	5.17	7.26	8.84	5.30	4.23	11.44	0.51	3.22	5.70
工程服务	3.24	4.55	27.27	4.50	3.59	20.17	0.70	4.42	20.90
其他业务	1.42	1.99	12.68	2.03	1.62	-2.02	0.78	4.92	29.54
合计	**71.24**	**100.00**	**12.38**	**125.41**	**100.00**	**11.26**	**15.84**	**100.00**	**12.01**

注：分类数加总之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：根据公司提供资料整理

2．业务经营分析

(1) 公路建设

跟踪期内，公司公路建设内容仍包括 PPP 模式建设的经营性收费公路和政府出资建设的国省干线项目；在建经营性收费公路项目较多，跟踪期内仍尚未产生收入；考虑到公司在建、拟建经营性收费公路项目未来投资规模大，公司将面临较大的筹资压力。

①传统模式项目

公司对国省干线建设以传统模式为主；传统模式项目建设资金来源于交通部、省交通运输厅补助资金及省级预算资金，不足部分由地方政府自筹。政府根据完工情况每年底给公司拨付建设资金。在会计处理上，公司将收到政府项目资金计入“资本公积”，将未决算项目计入“在建工程”。未来完工决算后会计处理和项目运营方式尚未确定。

跟踪期内，公司以传统模式承接的国省干

道项目完工数量未发生变化，仍为 G109 线白银至兰州段、G312 线平凉东至界石铺段和 G312 线柳园至星星峡段公路，均已完工通车，但未决算。

截至 2019 年 3 月底，公司主要国省干道项目总投资额 268.83 亿元，已投资 128.17 亿元（包含部分预付资金，尚未在“在建工程”体现），政府资金到位 114.75 亿元。

②PPP 项目

公司经营性收费公路项目以 PPP 模式进行建设，根据出资比例，公司未来可获得一定的经营性收费公路收益权。公司牵头组建社会资本联合体对 PPP 项目投标，中标后与政府部门签订 PPP 项目合同，成立项目管理公司，项目公司纳入公司的合并报表范围。

运作方式上，PPP 项目采用建设-运营-移交方式，特许经营期一般为 30 年，项目管理公司作为实施主体，负责 PPP 项目的投融资、建设、管理、运营维护及运营期满移交工作；项目建成后，在满足政府方绩效考评要求的前提下，公司以股权结构比例享有约定的项目运营收益；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（截至 2018 年底，两徽高速项目已获得可行性缺口补助批文，甘肃省财政厅建设期每年平均补助 4.11 亿元）；特许经营期满后，PPP 项目无偿移交给政府方。在会计处理上，项目建设阶段：公司将收到政府资本金计入“资本公积”，项目投入金额计入“在建工程”；公司在建 PPP 项目均处于建设期，尚未形成通行费收入。

截至 2019 年 3 月底，公司在建 PPP 项目 8 个，拟建项目 1 个；设计总里程 907.25 公里，总投资 959.55 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司已投资 213.37 亿元，尚需投资 746.18 亿元；项目建设工期在 3~5 年之间。总体来看，公司未来几年将面临较大的筹资压力。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司经营性收费公路项目情况　（亿元、年）

项目名称	总投资	资本金	已投资	建设工期
敦当高速公路	119.57	46.63	35.26	2017~2021
金河高速公路	214.40	88.91	32.59	2017~2022
灵华高速公路	101.24	26.13	0.00	2019~2021
两徽高速公路	74.60	29.84	62.52	2015-2019
二车一级公路	72.46	25.36	1.87	2018~2021
清河一级公路	207.51	70.02	6.74	2017~2021
彭大高速公路	120.27	46.91	53.54	2017~2021
柳敦高速公路	49.50	14.85	20.85	2017-2021
合计	**959.55**	**348.65**	**213.37**	--

资料来源：根据公司提供资料整理

(2) 工程施工

跟踪期内，公司工程施工业务收入持续增加；公司在手合同金额较大，为公司未来收入持续性提供了一定保证。

跟踪期内，公司工程施工收入仍主要来源于子公司路桥公司。路桥公司施工资质未发生变化，拥有公路工程施工总承包特级资质、桥梁工程专业承包、隧道工程专业承包、公路路面工程专业承包壹级资质等。跟踪期内，路桥公司仍以施工总承包方式承揽工程，业主单位主要系公司本部及其他国内公开招标方；区域分布上，公司工程施工业务仍以甘肃省境内业务为主。跟踪期内，路桥公司新增大量公司本部施工业务，推动公司施工收入快速增加。

2018 年，公司新签合同金额 125.27 亿元，较 2017 年有所增加；截至 2018 年底，公司期末在手未完工合同金额 206.41 亿元，规模较大，充足的项目储备为公司未来收入实现提供了一定保障。

表 4　2017~2018 年路桥公司工程施工项目情况

指标	2017 年	2018 年
新签合同金额（亿元）	112.59	125.27
新签合同数量（个）	46	31
期末在手未完工合同金额（亿元）	226.55	206.41

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司结算方式未发生变化，根据甘肃路桥与业主方签订的中标合同，路桥公司将获取中标项目合同金额 5%~10%的预付款；工程建设时，按照工程进度进行结算，由业主支付相应工程款。剩余 10%的工程款作为工程质量保证金，在工程竣工验收后支付给路桥公司。

2018 年，公司工程施工收入 91.42 亿元，较 2017 年大幅增长，主要系随着公司本部公路项目建设进度的快速推进，路桥公司新承接大量公司本部项目所致；同期毛利率为 10.54%，同比变化不大。2019 年 1~3 月，公司工程施工收入 13.36 亿元，相当于 2018 年施工收入的 14.61%；同期毛利率为 10.69%，同比保持稳定。

(3) 公路养护业务

跟踪期内，公司新增公路养护业务收入，主要来源于公司合并范围内新增划拨子公司公发集团。公发集团集团拥有公路养护工程一类、二类甲级、三类甲级资质；公司公路养护业务采用市场化招投标模式运营，业务主要集中在甘肃省境内，业主方主要系甘肃省境内下辖区各公路局。结算方面，公司与上游业主方（甘肃省各下辖区公路局）根据工程进度按月结算（实际支付中，各下辖区公路局应付公司资金拆迁款规模大，公路养护业务整体实际回款较差），并同时与下游劳务协作单位采用按月劳务结算。2018 年，公司实现公路养护收入 22.17 亿元，毛利率 13.60%。

(4) 销售业务

跟踪期内，公司商品销售业务运营主体仍主要系甘肃路桥子公司曼特睿尔公司及甘肃路桥建设集团养护科技有限责任公司。销售商品主要包括沥青、水泥、钢材、桥梁橡胶支座、锚具等；上游客户多为物资公司、水泥公司，销售对象以甘肃省境内公路施工企业为主。公司通过竞标获取订单，赚取买卖价差。结算方式上，施工企业向公司预付 70%材料预付款，公司向物资、水泥等供应商支付 70%左右材料预付款。跟踪期内，公司商品销售收入和毛利率均有所下降，2018 年分别为 5.30 亿元和 11.44%。

(5) 工程服务业务

公司工程服务业务主要包括工程试验检测、科研开发、勘察设计、监理咨询等业务，该业务主要由甘肃省交通科学研究院有限公司（以下简称“科研院”）负责。跟踪期内，工程服务业务收入规模保持稳定，2018 年为 4.50 亿元，毛利率大幅下降至 20.17%。

(6) 其他业务

公司的其他业务包括客运站服务、物业服务、租赁业务、仓储业务、受托加工产品等业务，该板块业务规模较小，主要由甘肃省公路运输服务中心有限公司（以下简称“运输服务公司”）、甘肃路桥和甘肃交通服务公司负责运营。跟踪期内，公司其他业务收入规模下降，2018 年为 2.03 亿元，毛利率为负。

3. 未来发展

公司在建、拟建项目规模较大，未来公司投资支出规模较大。随着经营性收费公路的逐步完工，预计未来公司将新增公路收费业务收入。

公司在建经营性公路投资规模较大，大部分尚处于初期投入阶段。截至 2019 年 3 月底，公司在建、拟建 PPP 项目总投资共计 959.55 亿元，尚需投资 746.18 亿元；PPP 项目均未完工，公司未来面临较大的外部融资需求。未来随着公司经营性收费公路的陆续完工，公司将新增公路收费业务收入，成为公司业务收入的补充。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年1~3月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2018年，公司合并范围内通过政府无偿划拨新增一级子公司4家，同时，减少1家一级子公司（系变更为二级子公司）；2019年1~3月，公司合并范围内子公司无变化。截至2019年3月底，公司合并范围内子公司共计18家。新划入子公司公发集团规模较大，对公司合并口径财务可比性产生影响。截

至2018年底，公发集团资产总额317.95亿元，所有者权益140.59亿元，资产负债率55.78%；2018年，公发集团实现营业收入25.70亿元，主要系公路养护收入。

2. 资产质量

跟踪期内，受合并范围内子公司变动及公司公路项目持续投入影响，公司资产规模快速增长；公司资产结构由以非流动资产为主；公司应收类款项规模较大，对资金产生一定占用；整体来看，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额774.52亿元，较上年底增长147.78%，主要系合并范围变动及公司公路建设项目持续投入使得在建工程增加所致。公司资产结构以非流动资产为主。

表 5　2017~2019 年 3 月底公司资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	90.05	28.81	118.12	15.25	147.59	18.16
应收账款	21.46	6.87	43.68	5.64	37.24	4.58
预付款项	12.95	4.14	35.62	4.60	40.33	4.96
其他应收款	5.92	1.89	112.40	14.51	99.22	12.21
存货	16.12	5.16	28.56	3.69	28.20	3.47
流动资产	**147.68**	**47.25**	**341.64**	**44.11**	**353.51**	**43.50**
长期股权投资	10.07	3.22	49.26	6.36	44.01	5.41
固定资产	9.62	3.08	14.29	1.85	14.62	1.80
在建工程	142.28	45.52	364.26	47.03	389.50	47.92
非流动资产	**164.90**	**52.75**	**432.89**	**55.89**	**459.25**	**56.50**
资产总额	**312.58**	**100.00**	**774.52**	**100.00**	**812.76**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1 季报整理

截至 2018 年底，公司流动资产 341.64 亿元，较上年底增长 131.33%。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金 118.12 亿元，较上年底增长 31.17%。其中银行存款 117.15 亿元，占比大。公司货币资金中受限资金 0.49 亿元；应收账款 43.68 亿元，较上年底增长 103.54%，主要系受合并范围变动影响所致，构成系应收非关联方施工款，应收账款累计计提坏账准备 1.07 亿元，其中，应收浙江嘉悦石化有限公司款项 0.88 亿元全额计提坏账准备。预付款项 35.62 亿元，较上年底增长 174.95%，主要系公司预付高速公路项目沿线拆迁款；预付对象分散，账龄在 1~2 年，账龄偏短；受合并范围内新增子公司公发集团影响，跟踪期内公司合并口径其他应收款快速增加至 112.40 亿元，主要系公发集团应收甘肃省交通运输厅及下辖区县公路局工程垫付资金，账龄在 1~3 年，回收风险较低；公司累计计提坏账准备 0.16 亿元。公司应收类款项/资产总额占比为 20.23%，同比有所增长。存货 28.56 亿元，较上年底增长 77.22%，主要系公司已完工未结算施工项目的投资成本；公司累计计提存货跌价准备 1.42 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 432.89 亿元，较上年底增长 162.52%。主要来自在建工程增长；从构成看，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。公司长期股权投资 49.26 亿元，较上年底增长 389.26%，主要系增加对甘肃省交通投资管理有限公司 40.21 亿元投资所致。固定资产账面价值 14.29 亿元，较上年底增长 48.64%，系合并范围变动影响所致；固定资产主要由机器设备和房屋建筑物构成，公司累计计提折旧 10.21 亿元。在建工程 364.26 亿元，较上年底增长 156.01%，主要系合并范围变动及公路项目持续投入所致。公司在建工程主要系国省干线项目和在建公路项目及沿线公路配套工程投入成本。

2019 年 3 月底，公司资产总额 812.76 亿元，较上年底增长 4.94%；其中受政府项目资本金陆续拨付及公司一季度发行 10.00 亿元中期票据影响，公司货币资金增至 147.59 亿元；随着施工项目质保金返还及公发集团收回公路局养护业务垫付资金，公司应收类款项有所下降，应收类款项/资产总额降至 17.00%，比例仍较高。在建工程增至 389.50 亿元，系在建公路项目持续投入所致。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值 90.27 亿元，其中货币资金受限 0.49 亿元，应收账款受限 5.46 亿元，固定资产受限 1.96 亿元，在建工程受限 82.36 亿元。

3. 资本结构

受合并范围内子公司变动及公路项目资本金陆续拨付影响，公司所有者权益快速增长，资本公积占比较高；所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 359.47 亿元，较上年底增长 319.25%，主要系公司资本公积、少数股东权益大幅增加所致。

表 6　2017~2019 年 3 月底公司所有者权益情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.50	0.58	0.50	0.14	0.50	0.13
资本公积	69.46	81.01	318.77	88.68	341.32	87.38
专项储备	1.25	1.46	2.50	0.70	2.46	0.63
未分配利润	4.06	4.74	9.98	2.78	9.69	2.48
少数股东权益	10.47	12.21	27.72	7.71	36.64	9.38
所有者权益合计	**85.74**	**100.00**	**359.47**	**100.00**	**390.61**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1 季报整理

截至 2018 年底，公司实收资本 0.50 亿元，同比保持稳定。资本公积 318.77 亿元，较上年底增长 358.92%，主要系合并范围内变动，及公路项目资本金拨付到位所致；少数股东权益 27.72 亿元，较上年底增长 164.70%，主要系 PPP 项目非关联方股东持续投入所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 390.61 亿元，较上年底增长 8.66%，主要系公路项目资本金陆续拨入增加资本公积，及少数股东权益增加所致。

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务指标有所改善，债务结构以长期负债为主；公司债务负担较重。

截至 2018 年底，公司负债总额 415.05 亿元，较上年底增长 82.97%，系合并范围内变动影响，及长期借款增加所致。其中，非流动负债占 69.18%，债务结构以非流动负债为主。

表 7　2017~2019 年 3 月底公司负债情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.39	10.75	34.58	8.33	33.43	7.92
应付账款	32.62	14.38	49.12	11.83	32.08	7.60
预收款项	33.72	14.87	17.40	4.19	24.11	5.71
其他应付款	10.39	4.58	22.27	5.37	10.51	2.49
流动负债	**105.58**	**46.54**	**127.90**	**30.82**	**101.19**	**23.97**
长期借款	95.73	42.20	253.56	61.09	254.44	60.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	2.37
长期应付款	25.14	11.08	32.90	7.93	56.20	13.31
非流动负债	**121.26**	**53.46**	**287.14**	**69.18**	**320.97**	**76.03**
负债总额	**226.84**	**100.00**	**415.05**	**100.00**	**422.15**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年 1 季报整理

截至2018年底，公司流动负债127.90亿元，较上年底增长21.14%。主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。公司短期借款34.58亿元，较上年底增长41.80%，其中抵质押借款占比47.05%。公司应付账款49.12亿元，较上年底增长50.57%，主要系合并范围内新增子公司应付账款增加所致，公司应付账款主要系应付施工单位质保金及工程款；从账龄看，1年以内占比72.64%，账龄在1~2年占比18.46%，账龄偏短。预收款项17.40亿元，主要系预收工程施工款，较上年底下降48.41%，系工程结算进度加快所致；从账龄看，公司预收款项1年以内占比52.99%。其他应付款22.27亿元，较上年底增长114.25%，系应付甘肃省境内公路相关事业单位往来款；账龄1年以内占比75.35%，账龄在1~2年占比21.24%，总体来看账龄较短。

截至2018年底，公司非流动负债287.14亿元，较上年底增长136.81%，系受合并范围变动影响及长期借款增加所致。公司非流动负债由长期借款、长期应付款构成。公司长期借款253.56亿元，较上年底增长164.86%，系合并范围内子公司变动影响及质押借款大幅增加所致。长期借款中抵质押及保证借款占比64.45%。长期应付款32.90亿元，较上年底增长30.84%，主要系公司本部融资租赁款增加所致。长期应付款由融资租赁款构成，为有息债务。

有息债务方面，截至2018年底，公司全部债务290.22亿元，较上年底增长136.41%。主要系长期借款增加所致。其中，短期债务占比12.63%，有息债务结构以长期债务为主。从债务指标上看，跟踪期内，受资产规模快速增加影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所下降，截至2018年底，分别为53.59%、44.67%、41.36%。

考虑到将公司长期应付款纳入长期债务核算，截至2018年底，公司调整后全部债务323.12亿元，较上年底增长118.47%，调整后长期债务286.46亿元，较上年底增长136.98%；短期债务占比11.35%，有息债务结构仍以长期债务为主。从债务指标上看，公司调整后的长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率同比有所下降，截至2018年底分别为44.35%、47.34%。

截至2019年3月底，公司负债总额422.15亿元，较上年增长1.71%，主要系公司收到公路项目资金拨款（计入专项应付款）增加所致；同期，公司应付账款和其他应付款有所下降，截至2019年3月底，分别为32.08亿元和10.51亿元。有息债务方面，截至2019年3月底，公司调整后有息债务规模为354.06亿元，其中，短期债务33.43亿元，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为51.94%、47.55%、45.08%。

4. 盈利能力

跟踪期内，受公司合并范围变动新增公路养护收入及施工业务量增加影响，公司收入规模快速增长，公司盈利能力仍较弱；

受合并范围子公司变动及路桥公司新增大量公司本部施工业务影响，跟踪期内，公司营业收入快速增加，2018年为125.41亿元，同比增长76.04%。同期，公司营业成本111.29亿元，同比增长78.28%。2018年，公司营业利润率同比小幅下降至10.90%。期间费用率小幅增至7.23%。公司利润总额4.84亿元，较上年增长85.78%。同期，公司营业外收入规模较小，为0.50亿元。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率为0.61%，净资产收益率为1.10%，同比均小幅下降。总体来看公司整体盈利能力仍较弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入15.84亿元，相当于上年营业收入的12.63%，同期实现利润总额-0.36亿元，营业利润率11.27%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流呈现净流入状态，收现质量尚可；投资活动产生的现金流量净额持续为负；为覆盖投资支出和偿债本息支出，公司筹资活动现金流入规模整体呈现增长态势。

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流呈净流入状态，但净流入规模同比有所下降，2018年为7.05亿元。2018年，公司经营活动现金流入为224.91亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金117.97亿元，较上年增长47.93%，主要为工程施工、商品销售等业务现金流入。同期，现金收入比下降至94.07%，公司整体收现质量尚可。收到其他与经营活动有关的现金106.94亿元，主要系公司收到政府公路项目资本金拨款。2018年，公司经营活动现金流出为217.86亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金121.82亿元，主要系工程施工、建材原料购买支出，高于同期业务现金流入规模；2018年，公司出于控制成本考量，在相对合理价位囤积部分原材料使得建材原料购买支出规模较大；2018年，支付其他与经营活动有关的现金77.51亿元，主要系往来款。

投资活动现金流方面，跟踪期内，公司投资活动仍呈现净流出状态，2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-52.20亿元。同期，公司投资活动现金流入规模小，主要系公司经营性高速公路尚未完工产生通行费收入所致。同期，公司投资活动现金流出为52.56亿元，主要系公司PPP项目建设支出。

筹资活动现金流方面，跟踪期内，随着公司偿债本息规模同比增加，筹资活动现金流入规模增加，2018年，公司筹资活动现金流入为129.05亿元，其中吸收投资收到的现金5.49亿元，取得借款收到的现金99.16亿元，收到其他与筹资活动有关的现金24.39亿元，主要系融资租赁款。同期，公司筹资活动现金流出为78.40亿元，其中偿还债务本息50.37亿元，支付其他与筹资活动有关的现金14.37亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流净额为14.22亿元，当期公司收到其他与经营活动有关的现金流入规模较大。公司投资活动现金流净额为-13.23亿元。公司筹资活动现金流入规模为64.46亿元，为2018年全年筹资规模的49.95%，筹资活动现金流量净额为27.85亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力弱化。考虑到公司畅通的间接融资渠道，及持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率有所增长，2018年底分别为267.10%和244.77%。公司经营现金流动负债比有所下降，2018年底下降至5.51%。截至2018年底，公司现金类资产为118.20亿元，同期，公司短期债务为36.66亿元，现金类资产对短期债务保障倍数为3.22倍。公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司EBITDA快速增长，2018年为11.38亿元。同期，公司全部债务/EBITDA快速增长，2018年为25.50倍。公司长期偿债能力弱化。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司对外担保额度15.35亿元，规模较小；主要系公司本部对敦煌国际酒店有限责任公司提供的保证担保。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信额度493.88亿元，未使用额度285.06亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 母公司财务分析

截至2019年3月底，母公司资产总额438.03亿元，主要由货币资金、长期股权投资和在建工程构成。同期，母公司资产负债率29.00%，母公司调整后有息债务122.74亿元，主要系长期借款、应付债券和长期应付款中的融资租赁款，母公司短期借款规模小，截至

2019 年 3 月底为 2.5 亿元；同期母公司货币资金 61.99 亿元，短期偿债压力小。近年来，母公司营业收入规模很小，合并口径收入主要来源于子公司。

九、存续期内债券偿还能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券为“19甘交建MTN001”，公司无一年内到期债券，短期偿债压力小。

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券本金合计 10.00 亿元，将于 2022 年到期一次性还本，公司将于 2022 年偿付本金 10.00 亿元。截至 2018 年底，公司的现金类资产 118.20 亿元，2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 224.91 亿元、7.05 亿元和 11.38 亿元。公司短期偿债压力小，未来偿债集中度一般。

表8　截至2018年底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

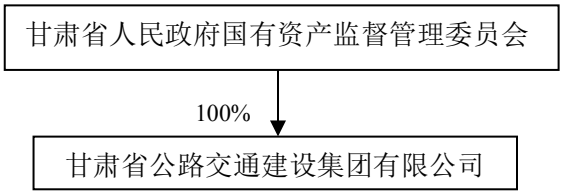
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	0.00
未来代偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	22.49
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	0.71
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	1.14

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

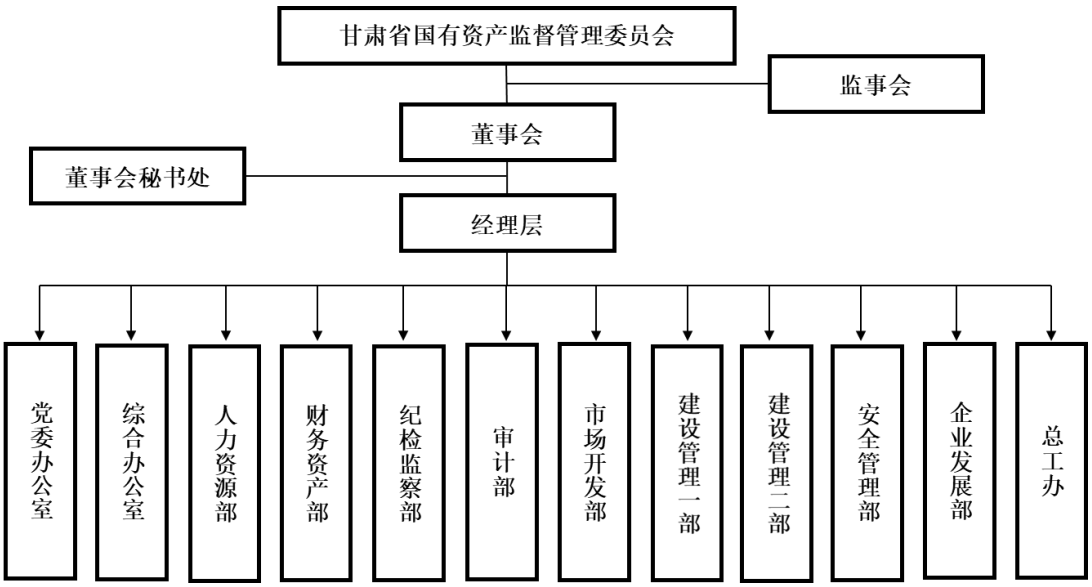
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 甘交建 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.69	90.17	118.20	147.72
资产总额(亿元)	197.09	312.58	774.52	812.76
所有者权益(亿元)	58.52	85.74	359.47	390.61
短期债务(亿元)	25.34	27.03	36.66	33.43
长期债务(亿元)	57.31	95.73	253.56	264.44
调整后长期债务（亿元）	57.31	120.84	286.46	320.64
全部债务(亿元)	82.65	122.76	290.22	297.86
调整后全部债务(亿元)	82.65	147.86	323.12	354.06
营业收入(亿元)	49.83	71.24	125.41	15.84
利润总额(亿元)	3.16	2.61	4.84	-0.36
EBITDA(亿元)	5.41	6.59	11.38	--
经营性净现金流(亿元)	20.25	11.42	7.05	14.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.41	3.30	3.84	--
存货周转次数(次)	3.76	4.46	4.98	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.28	0.23	--
现金收入比(%)	127.65	111.94	94.07	206.79
营业利润率(%)	13.50	11.93	10.90	11.27
应收类款项/资产总额(%)	19.27	9.15	20.23	17.00
总资本收益率(%)	2.40	1.60	0.91	--
净资产收益率(%)	4.38	2.52	1.10	--
长期债务资本化比率(%)	49.48	52.75	41.36	40.37
调整后长期债务资本化比率(%)	49.48	58.49	44.35	45.08
全部债务资本化比率(%)	58.55	58.88	44.67	43.26
调整后全部债务资本化比率(%)	58.55	63.30	47.34	47.55
资产负债率(%)	70.31	72.57	53.59	51.94
流动比率(%)	145.21	139.88	267.10	349.36
速动比率(%)	130.51	124.61	244.77	321.49
经营现金流动负债比(%)	25.01	10.81	5.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.27	18.63	25.50	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.27	22.44	28.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	0.73	0.81	--

注：1.调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款；2.公司2019年1~3月财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变