信用等级公告

联合〔2020〕2353 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，确定将公司主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，将“19 甘交建 MTN001”信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
甘肃省公路交通建设集团有限公司	AAA	稳定	AA^+	稳定
19 甘交建 MTN001	AAA	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 甘交建 MTN001	10.00	10.00	2022/01/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是甘肃省收费公路与非收费公路的建设主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，公司收费性公路项目规模较大，区域内专营优势更加突出，并在收费公路专项债券、政府车购税补助等方面持续获得有力的外部支持；且公司新签合同金额持续增长，产业链持续完善，营业收入和利润总额均持续增长，区域竞争实力进一步增强。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 PPP 项目待投资规模较大，债务负担有所加重，经营性收费公路运营收入有待观察等因素可能给公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着“一带一路”和扶贫开发等政策的持续推进，甘肃省交通等基础设施补短板力度将有所加强，交通运输投资将保持较大规模，公司业务发展空间预期将得以扩大。随着公司经营性收费公路项目的不断推进，经营产业链的逐渐完善，公司整体竞争能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，并将“19 甘交建 MTN001”信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，甘肃省为“一带一路”沿线的重要交通枢纽，地理位置重要，高速公路投资空间很大。跟踪期内，甘肃省经济持续增长，2019 年 GDP 同比增长 6.2%；2020 年 1－5 月，甘肃省政府发行收费公路专项债券 130.71 亿元，占 2019 年全年的 94.72%，收费公路专项债券发行规模快速增长，为公司项目投资提供较好的资金保障。
2. **区域专营优势更加突出。**跟踪期内，公司仍为甘肃省收费公路与非收费公路的建设主体，同时，公司新增 227.51 亿元专项债资金支持的收费性公路项目，公司区域专营优势更加突出。
3. **持续有力的外部支持。**2019 年和 2020 年 1－3 月，公司获得政府车购税补助、收费公路专项债券资金

分析师：王治　楚方媛
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
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

等拨款合计分别为 52.01 亿元和 11.84 亿元。

4. **产业链持续完善，营业收入和利润总额均持续增长，区域竞争实力进一步增强。**跟踪期内，公司重要子公司新签合同金额持续增长，公司逐渐形成公路投资、施工、公路养护、设计监理、路衍经济开发等公路全产业链的多元化业务格局，营业收入和利润总额同比持续增长，区域竞争实力进一步增强。

关注

1. **在建 PPP 项目待投资规模较大，公司面临较大投资压力。**公司经营性收费公路以 PPP 模式投资建设，截至 2020 年 3 月底，公司在建经营性收费公路总投资 763.59 亿元，待投资 480.01 亿元，公司面临较大投资压力。
2. **债务负担有所加重。**截至 2019 年底，公司调整后全部债务 350.00 亿元，较上年底增长 16.03%；债务负担有所加重。
3. **经营性收费公路后续运营收入有待观察。**跟踪期内，公司两徽高速完工并进入试运营阶段，运营收入易受当地经济发达程度、车流量等多因素影响，联合资信将持续关注运营收入的实现情况。
4. **持续关注公司股权结构变更情况和注册资本到位情况。**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），甘肃省人民政府同意公司股权整体划转至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；跟踪期内，公司注册资本仍为 100.00 亿元，实收资本仍为 0.50 亿元，联合资信将持续关注公司股东和出资人工商变更情况及注册资本到位情况。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	90.17	118.20	73.92	77.20
资产总额(亿元)	312.58	774.52	822.25	856.89
所有者权益(亿元)	85.74	359.47	367.47	394.81
短期债务(亿元)	27.03	36.66	39.09	40.38
长期债务(亿元)	95.73	253.56	283.25	303.72
全部债务(亿元)	122.76	290.22	322.34	344.10
营业收入(亿元)	71.24	125.41	141.21	7.35
利润总额(亿元)	2.61	4.84	6.22	-2.35
EBITDA(亿元)	6.24	11.38	14.26	--
经营性净现金流(亿元)	11.42	7.05	62.60	-2.41
营业利润率(%)	11.93	10.90	12.36	-5.00
净资产收益率(%)	2.52	1.10	1.29	--
资产负债率(%)	72.57	53.59	55.31	53.93
全部债务资本化比率(%)	58.88	44.67	46.73	46.57
流动比率(%)	139.88	267.10	236.25	273.03
经营现金流动负债比(%)	10.81	5.51	52.90	--
现金短期债务比(倍)	3.34	3.22	1.89	1.91
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	0.83	1.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.68	25.50	22.60	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	697.31	398.94	466.88	492.03
所有者权益(亿元)	339.72	288.47	261.38	279.22
全部债务(亿元)	219.23	76.67	126.86	156.12
营业收入(亿元)	23.96	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	6.21	-0.04	0.50	0.00
资产负债率(%)	51.28	27.69	44.02	43.25
全部债务资本化比率(%)	39.22	21.00	32.68	35.86
流动比率(%)	397.41	452.18	153.07	259.09
经营现金流动负债比(%)	10.21	175.59	78.43	--

注：　公司合并口径及本部 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 甘交建 MTN001	AA+	AA+	2019/07/29	王治　楚方媛	建筑与工程企业主体信用评级方法（2018 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 甘交建 MTN001	AA+	AA+	2018/09/13	王治　楚方媛　王萌	建筑与工程企业主体信用评级方法（2017 年） 建筑与工程企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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“该公司”）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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪原因

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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，公司股东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”），实际控制人仍为甘肃省国资委。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 100.00 亿元，实收资本 0.50 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生重大变化，公司仍是甘肃省收费公路和非收费公路建设主体，主要负责甘肃省境内高速公路、国省干线公路项目的投资、建设和管理，以及交通运输相关国有资产的经营管理。

跟踪期内，公司合并范围子公司数量较上年底净增加 4 家，截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司合计 22 家。公司本部职能部门设置未发生重大变化，截至 2020 年 3 月底，公司本部内设财务资产部、审计部和路衍经济部等 17 个职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 822.25 亿元，所有者权益 367.47 亿元（其中少数股东权益 50.28 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 141.21 亿元，利润总额 6.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 856.89 亿元，所有者权益 394.81 亿元（其中少数股东权益 59.16 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 7.35 亿元，利润总额-2.35 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 2020 年 6 月底，联合资信所评的公司存续债券为“19 甘交建 MTN001”，债券余额 10.00 亿元。跟踪期内，“19 甘交建 MTN001”于 2020 年 1 月 18 日按时足额支付利息。跟踪期内，募集资金已按规定使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 甘交建 MTN001	10.00	10.00	2019/01/18	3 年

资料来源：联合资信整理

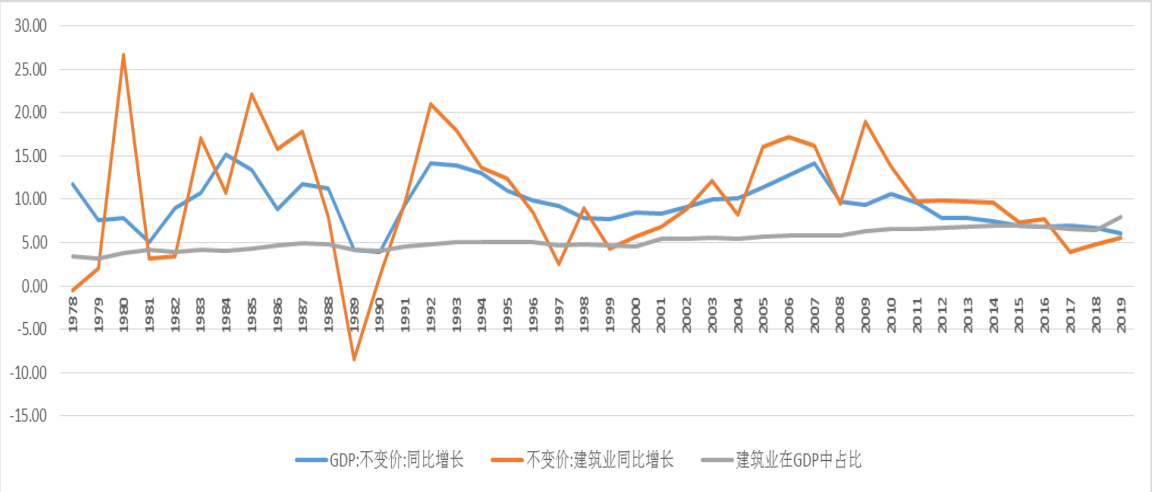
四、行业及区域经济环境

1. 建筑业行业分析

（1）建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

图 1　建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



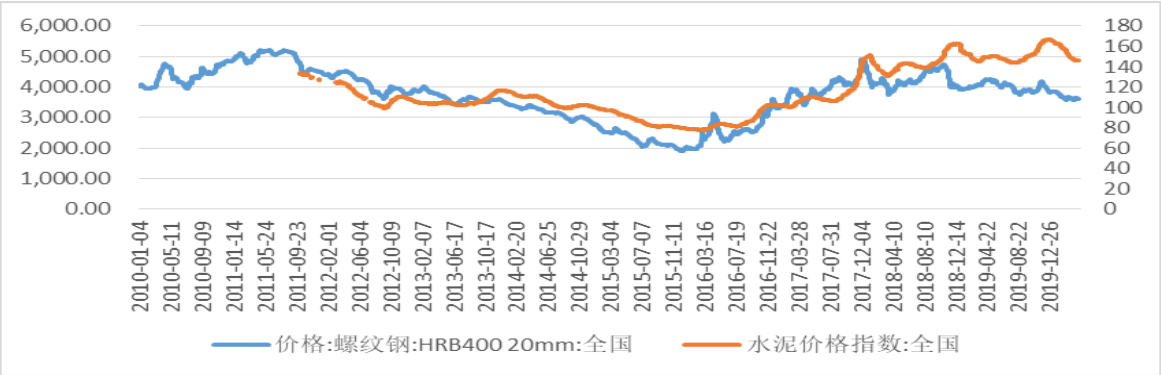
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）上游原材料供给及下游需求

2019 年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部的“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占 15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018 年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道，2019 年全国水泥价格指数中枢较 2018 年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020 年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018 年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及 2016 年以来钢铁企业内部 “降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图 2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年，房地产行业投资仍保持一定韧性，全国基建投资表现低迷。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房企融资环境有望进一步宽松；在基建支持政策持续加码带动之下，基建投资增速可能会有所回升。

2019 年，全国房地产开发投资 132194 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年加快 0.4 个百分点。从房地产开发投资的分项看，依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动，2019 年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到 2019 年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费，以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱，短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019 年 12 月，央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴，不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020 年以来，受“新冠”疫情影响，房地产逆周期调节力度有望进一步加大，房企融资环境有望进一步宽松，房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面，2019 年，地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查，相应配套资金受限；中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响，投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%，增速较上年同期持平。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 2.9%，增速较 2019 年 1—11 月回落 0.1 个百分点，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速自 2019 年以来持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.00%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2019 年下半年以来，促进基础设施建设投资政策频出，如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额等。该类政策组合将利好未来基建投资，基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手，交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外，面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击，政府或将进一步加大逆周期调节力度，基建投资增速可能会有所回升。

（3）建筑行业竞争态势分析

2019 年，在资金端和需求端共同影响下，建筑业集中度加速提升。长期来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

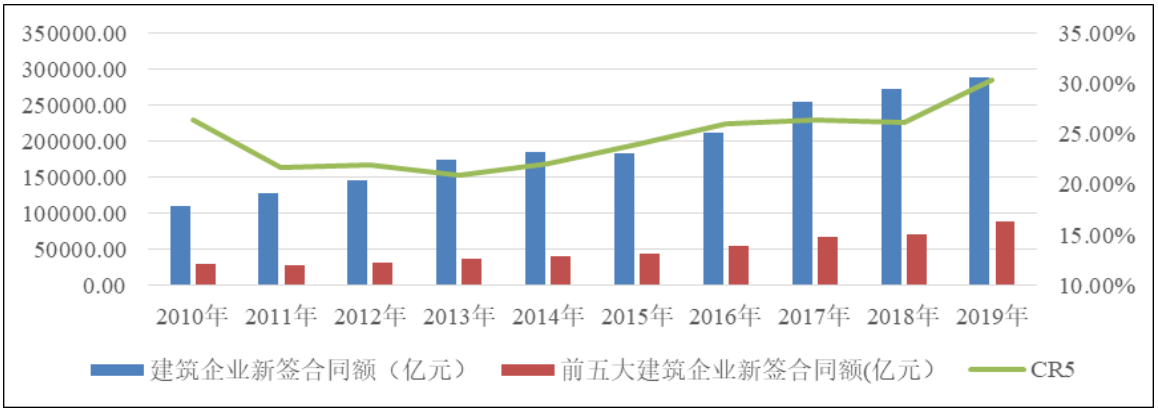
从需求端来看，2016－2017年，随着棚改以及PPP项目的大力推行，建筑业的需求较为旺盛，中小企业获取工程承包项目相对容易；而从资金端来看，市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显，资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年，由于地产面临周期性下行，基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势，建筑行业需求端有所萎缩；此外，2018年以来投资者风险偏好降低，叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看，2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清，进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019年，央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看，2019年新签合同CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，

园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图 3　2010－2019 年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）建筑行业发展趋势

2019 年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

2. 高速公路行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

（1） 行业概况

依据《中国人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分

别为10.55万公里和10.86万公里。2019年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的2.98%，较上年底提高0.04个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019年，中国公路运输分别完成营业性客运量136.72亿人和130.12亿人，同比分别下降6.2%和4.8%；分别完成旅客周转量9279.68亿人公里和8857.08亿人公里，同比分别下降5.0%和4.6%。2019年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为25.06%，较上年下降2.05个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019年，中国公路运输完成营业性货运量343.55亿吨、货物周转量59636.39亿吨公里，同比分别增长4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019年，中国高速公路货物运输量达171.57亿吨，同比增长6.8%。2020年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降59.4%和22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比93.08%。

（2） 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行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、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；明确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，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠

病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（3） 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资11504亿元，增长15.4%，增速较2018年（7.7%）明显上升，创2011年以来最大增幅。

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69亿元，通行费收支缺口3857.30亿元，比上年增加86.31亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018年收入对利息支出的覆盖倍数约2倍）。

（4） 未来发展

短期来看，2020年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自2020年5月6日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联

合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

3. 区域经济

公司作为甘肃省收费公路和非收费公路建设主体，甘肃省经济发展程度、公路建设规划等因素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，甘肃省经济持续增长，常住人口呈小幅净增加；固定资产投资有所增长，其中交通运输投资增速很快。高速公路投资建设仍有很大发展空间。

甘肃位于西北地区，是联系新疆、青海、宁夏、内蒙古的纽带，位于“丝绸之路经济带”国内段中线上，地理位置重要。随着“国家西部大开发”“一带一路”和扶贫等政策持续推进，甘肃省面临良好的战略发展机遇和突出的政策优势。

根据《2019 年甘肃省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年，甘肃省地区生产总值 8718.3 亿元，比上年增长 6.2%，增速较上年基本持平。其中，第一产业增加值 1050.5 亿元，增长 5.8%；第二产业增加值 2862.4 亿元，增长 4.7%；第三产业增加值 4805.4 亿元，增长 7.2%。三次产业结构比为 12.05∶32.83∶55.12，第三产业占比小幅提升。按常住人口计算，人均地区生产总值 32995 元，比上年增长 5.7%。截至 2019 年底，甘肃省常住人口 2647.43 万人，比上年底增加 10.17 万人，小幅净流入。其中，城镇人口 1283.74 万人，占常住人口比重（常住人口城镇化率）为 48.49%，比上年末提高 0.8 个百分点。

2019 年，甘肃省固定资产投资比上年增长 6.6%。按三次产业分，第一产业投资下降 9.7%；第二产业投资增长 23.8%；第三产业投资增长 4.3%。项目投资比上年增长 4.2%。其中，交通运输、仓储和邮政业投资增长 21.1%，增速很快。2019 年，甘肃省建筑业增加值 553.0 亿元，比上年增长 3.6%。交通运输等投资的快速增长及建筑业增加值的不断增长为公司业务发展创造良好外部环境。

根据《甘肃省“十三五”交通运输发展规划》，到 2020 年，甘肃省高速公路通车里程预计合计达到 7300 公里。2018 年，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》，将“十三五”期规划建成高速公路里程数调至 2824 公里，其中“十三五”规划后三年（2018－2020）计划建成 2386 公里，规划投资 1888 亿元。总体来看，甘肃省高速公路投资建设仍存在很大发展空间。

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。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 5000 万元。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将公司股权整体划转至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 2020 年 6 月底，公司尚未完成股东和出资人工商变更；公司股东仍为甘肃省国资委，甘肃省国资委实际履行出资人职责。联合资信将持续关注公司股东和出资人工商变更情况及注册资本到位情况。

2. 外部支持

跟踪期内，甘肃省政府收费公路专项债券发行规模快速增长。公司在政府专项债券、车购税补贴等方面持续获得有力的外部支持。

(1) 甘肃省财政实力

2019 年，甘肃省实现一般公共预算收入 850.2 亿元，同比下降 2.4%，考虑政策性减税因素，同口径增长 5.2%。分结构看：税收收入 577.6 亿元，同比下降 5.4%，税收占比 67.94%，

占比较上年下降 2.17 个百分点；非税收入 272.6 亿元，同比增长 4.6%；甘肃省财政收入质量一般。2019 年，甘肃省财政自给率 21.49%，财政自给率较上年下降 1.56 个百分点，财政自给能力仍弱。

2019 年，全省政府性基金收入 519.2 亿元，同比增长 30%。其中：省级收入 95 亿元，同比增长 0.2%；市县级收入 424.2 亿元，同比增长 39.3%。全省政府性基金收入中，国有土地使用权出让收入 401.5 亿元，同比增长 37.4%；车辆通行费收入 62.1 亿元，同比增长 1.3%。

经财政部核定，2019 年，甘肃省政债务限额 3406.8 亿元（一般债务 1972.3 亿元，专项债务 1434.5 亿元）。截至 2019 年底全省政府债务余额预计为 3109.8 亿元，控制在债务限额以内，政府债务率 91.45%，政府债务负担重。2019 年，在甘肃省人大常委会批准的政府债务举债限额内，全省发行政府债券 776.2 亿元。其中，收费公路专项债券合计金额 138.00 亿元。2020 年 1－5 月，甘肃省政府发行政府债券 668.01 亿元，占 2019 年全年的 86.06%。其中，收费公路专项债券合计金额 130.71 亿元，占 2019 年全年的 94.72%，甘肃省政府收费公路专项债券发行规模进入快速增长阶段。

(2) 项目建设资金支持

2019 年，公司获得政府车购税补助 17.69 亿元，收到甘肃省政府收费公路专项债券资金 21.00 亿元，收到甘肃省政府一般债券资金 13.08 亿元，获得甘肃省省级财政资金 0.23 亿元，以上合计金额 52.01 亿元。

2020 年 1－3 月，公司收到政府车购税补助 6.21 亿元，收到甘肃省政府收费公路专项债券金额 4.00 亿元，收到甘肃省政府一般债券金额 1.63 亿元，以上合计金额 11.84 亿元。

公司将以上资金计入“专项应付款”或“资本公积”科目，截至 2020 年 7 月 8 日，公司尚未提供上述科目具体金额。甘肃省政府通过以上资金支持公司传统模式项目和 PPP 项目建设，有利于缓解公司在建项目投资压力。

3．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。

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：6201010003109975），截至 2020 年 6 月 1 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 2020 年 7 月 22 日，联合资信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，公司法人治理结构和管理制度无重大变化。公司总经理发生变更。根据甘肃省人民政府《关于蔚俊等通知职务任免的通知》（甘政任字〔2019〕40号），杨重存任公司总经理、董事职务。本次人事变动为公司正常人事变动，未对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生重大不利影响，不影响公司董事会决议的有效性。

杨重存先生，1967年3月出生，甘肃皋兰人，中共党员，研究生学历，工学博士，正高级工程师（教授级）；历任甘肃省公路局总工程师办公室助理工程师、工程师、副主任、高级工程师，科技教育处副处长、公航旅公司副总经理、党委委员，甘肃省城乡发展投资集团有限公司董事、总经理，现任公司董事、总经理。

七、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司产业链持续完善，营业收入和毛利率持续增长，收入仍以工程结算收入为主，销售业务和工程服务对公司收入形成一定补充。

跟踪期内，公司持续推动公路行业“融、投、建、养、营、运、服”全产业链发展，逐渐形成了以工程结算收入（工程施工和公路养

护）为主，商品销售业务和设计、监理等相关工程服务收入形成一定补充的多元收入结构，收入规模同比增长，产业链持续完善。2019年，公司实现营业收入141.21亿元，同比增长12.59%，主要系工程结算和销售业务收入增加所致。同期，公司毛利率增至12.82%。

2020年1－3月，公司实现营业务收入7.35亿元，同比下降53.60%，仅占2019年全年收入的5.20%，占比较上年同期有所下降，主要系受疫情因素影响开工进度有所延迟所致。

表2　公司营业收入和毛利率情况　(单位：亿元、%)

	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	113.20	90.26	11.08	123.58	87.52	12.15
销售业务	5.30	4.22	11.44	11.14	7.89	11.69
工程服务	4.50	3.59	20.17	3.96	2.80	15.91
其他业务	2.42	1.93	2.66	2.52	1.79	45.93
合计	**125.41**	**100.00**	**11.26**	**141.21**	**100.00**	**12.82**

注：1 其他业务包含租赁服务和运输服务等；2018 年和 2019 年工程结算板块收入包含公路养护业务收入，该业务板块划分与之前年度披露的收入结构存在差异；2.公司未提供 2020 年 1－3 月营业收入明细，暂未列示；3.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

①传统模式项目

跟踪期内，公司新增传统项目规模较大，建设模式有所差异，建设资金主要来源于政府专项债券资金；跟踪期内，公司政府专项债券等资金到位情况良好，公司传统项目整体投资压力不大。新增项目主要系收费性公路，公司在建路产质量有所提升。

公司传统模式项目建设资金主要来自于政府车购税补助、财政补贴和收费公路专项债券等，企业自筹较少。建设项目主要包括甘肃省境内国省干道高速公路、一级公路和二级公路。

2019 年之前，公司传统模式项目主要是二级公路，根据甘肃省政府公路收费政策，2017 年 5 月开始，甘肃省全面取消二级公路收费，因此公司之前年度路产以非收费性公路为主，建设资金主要来源于交通部、甘肃省交通运输厅补助资金及省级预算资金，不足部分由路网沿线地方政府自筹。

跟踪期内，公司新增传统模式项目资金来源和建设模式有所差异。建设资金方面，公司新增项目建设资本金主要依靠政府车购税补助资金和企业自筹，资本金约占总投资额的20%；其他资金通过甘肃省政府收费公路专项债券资金解决。项目类型方面，较之前年度以非收费的二级路为主的项目有所不同，2019年，公司新增项目以高速公路和一级公路为主，建成后可产生通行费收入，公司路产质量有所提升。

2019 年，公司新增高速公路和一级公路规模较大，总投资 227.51 亿元，截至 2020 年 3 月底，已投资 4.92 亿元，政府车购税补助和收费公路专项债券资金合计到位 22.00 亿元，资金到位情况良好，公司新增项目投资压力不大。

截至 2020 年 3 月底，公司已完工传统项目投资 74.23 亿元，财政拨款到位 80.93 亿元，剩余资金根据甘肃省交通厅统筹安排将用于其他项目建设。公司完工项目均已实现通车，由于完工路网系非收费性的二级公路，未产生运营收入。

在建项目方面，截至 2020 年 3 月底，公司在建传统模式项目总投资 408.00 亿元，已投资 77.47 亿元，其中政府拨款（包括省级预算资金、政府车购税补助资金和政府专项债券等）95.69 亿元，尚需投资 330.53 亿元，未来建设资金主要依靠政府车购税补助和专项债券资金，整体投资和筹资压力不大；随着在建高速公路和一级公路的陆续完工，公司预期将产生公路通行费收入。

表 3　截至 2020 年 3 月底公司主要已完工、在建及拟建国省干线项目情况（单位：亿元、公里、年）

项目名称	建设进度	建设工期	总里程	计划总投资	已投资	政府拨款
G312 线平凉至界石铺段维修改造工程	已完工	2015－2018	53.45	2.84	2.55	2.84
G312 线柳园至星星峡段	已完工	2016－2018	89.45	6.10	4.52	4.61
G247 线会宁至靖远公路	已完工	2015－2019	149.67	18.44	17.43	8.06
G109 线白银至兰州段	已完工	2016－2018	49.46	6.42	3.09	3.33
G345 线玛曲至青海久治公路	已完工	2016－2019	72.83	7.27	6.25	6.75
G309 线会宁汉家岔至榆中定远镇公路改建工程	已完工	2016－2019	119.27	6.52	4.58	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	已完工	2016－2019	97.96	6.68	5.45	9.83
G309 线板桥至小园子段	已完工	2016－2019	143.00	10.52	9.24	9.63
G310 线陇西至临洮段	已完工	2017－2019	114.77	10.86	6.88	12.33
G312 线嘉峪关至清泉（玉门）段	已完工	2016－2019	73.40	5.44	2.05	2.72
G312 线清泉至七敦段	已完工	2016－2019	102.63	7.88	6.14	9.32
G312 线七敦至瓜州段	已完工	2016－2019	95.59	7.17	6.05	6.47
已完工未决算项目小计	--	--	**1161.48**	**96.14**	**74.23**	**80.93**
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	在建	2016－2021	103.60	16.74	6.94	6.22
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	已完工	2016－2019	35.90	10.74	15.68	11.72
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	在建	2016－2021	98.00	32.66		
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	在建	2017－2020	46.97	17.50	13.62	13.81
G248 线江果河至迭部（益哇沟口）公路	在建	2016－2018	12.00	1.06	0.66	0.90
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	在建	2016－2020	3.57	6.25	1.22	0.09
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	在建	2016－2019	47.27	2.99	2.72	0.09
舟曲立节至四川永和三级公路	在建	2016－2020	158.77	10.40	1.98	1.44
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	在建	2016－2019	31.45	7.71	2.28	7.90
G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	在建	2016－2019	64.20		4.00	
G327 线镇原至王咀子	在建	2019－2020	35.26	3.35	0.74	2.36
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	在建	2019－2021	2.81	2.70	0.58	0.63
在建传统项目小计	--	--	**639.80**	**112.10**	**50.42**	**45.16**
S38 王格尔塘至夏河	在建	2018－2021	42.00	68.39	22.12	28.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	在建	2019－2022	157.37	44.46	1.21	6.00
G312 线七墩至瓜州公路工程	在建	2019－2022	66.27	27.96	0.42	6.00
兰临高速公路长下坡改造处治工程	在建	2019－2022	13.60	21.38	1.29	3.00
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	在建	2020－2024	123.40	133.71	2.00	7.00
在建传统项目（收费公路专项债资金支持项目）小计	--	--	**402.64**	**295.90**	**27.04**	**50.53**
G209 线迭部至九寨沟段	拟建	暂缓实施	--	7.79	0.01	0.03
G248 线巴下寺至虎关段	拟建	暂缓实施	--	11.16	0.02	0.02
G309 线祁家山至汉家岔段	拟建	暂缓实施	--	7.50	0.02	0.02
在筹建项目小计	--	--	--	**26.45**	**0.05**	**0.07**
合计	--	--	**2203.92**	**530.59**	**151.74**	**176.69**

注：已完工未决算的部分项目出现政府拨款金额大于已投资金额，公司表示，差额部分将根据甘肃省交通运输厅统筹安排用于其他项目建设

资料来源：根据公司提供资料整理

②PPP 项目

跟踪期内，公司经营性收费公路仍以 PPP 模式投资建设，公司新增 1 条完工项目，处于试运营阶段，联合资信将持续关注运营收入的实现情况。跟踪期内，公司无新增在建和拟建经营性收费公路，在建项目待投资规模较大，

公司面临较大的投资压力。

跟踪期内，公司经营性收费公路建设模式未发生变化。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。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：公司将项目投入金额计入“在建工程”。

2019 年，公司新增完工经营性收费公路一条，为两徽高速公路，截至 2020 年 3 月底，公司完工经营性收费公路仅一条。目前两徽高速公路尚处于试运营期，待满两年后进行竣工验收及决算，目前尚未计提折旧；产生的运营收入直接冲减“在建工程”，目前试运营收入规模很小。公司经营性收费公路运营收入易受当地经济发达程度、车流量等因素影响，联合资信将持续关注公司运营收入实现情况。

跟踪期内，公司无新增在建和拟建经营性收费公路项目，项目投入均系存量项目的持续建设。截至 2020 年 3 月底，公司在建经营性收费公路 7 条，总投资 763.59 亿元，待投资 480.01 亿元；其中资本金累计 256.17 亿元，已到位 104.57 亿元；非资本金部分主要依靠银行贷款。整体看，公司面临较大的投资压力。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司在建经营性收费公路项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	总投资	已投资	资本金	资本金来源	公司资本金比例	运营期	建设周期
两徽高速公路	74.60	72.29	30.12	政府出资 49%；社会资本 51%	69.18%	30	2015－2019
金河高速公路	214.40	20.72	88.91	政府出资 48%；社会资本 52%	9.40%	30	2017－2022
二车高速公路	77.60	20.96	25.36	政府出资 4%；社会资本 96%	99.79%	30	2018－2021
敦当高速公路	121.78	60.17	46.63	政府出资 49%；社会资本 51%	54.17%	30	2017－2021
彭大高速公路	120.87	68.45	24.17	政府出资 49%；社会资本 51%	100.00%	30	2017－2021
柳敦高速公路	49.50	40.11	14.85	政府出资 34%；社会资本 66%	56.00%	30	2017－2021
灵华高速公路	104.84	0.88	26.13	政府出资 4%；社会资本 96%	32.21	30	2018－2023
合计	**763.59**	**283.58**	**256.17**	--	--	--	--

注：两徽高速目前在试运营阶段，故仍按照在建项目列示

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和新签合同金额持续增长，新增项目业主方主要集中在公司本部，业主方信用很好；公司在手合同金额较大，为公司未来收入持续性提供保障。

跟踪期内，公司将公路养护业务收入并入工程结算板块统一核算，并对 2018 年收入分类进行追溯调整，2019 年，公司实现工程结算收入 123.58 亿元，同口径增长 9.17%。公司工程结算收入主要以工程施工收入为主，以公路养护收入为辅。同期毛利率为 12.15%，较上年变化不大。

工程施工业务方面，2019 年，公司工程施工业务主要实施主体未发生变化，仍主要为子公司甘肃路桥建设集团有限公司（以下简称“路桥公司”）。施工资质未发生重大变化，路桥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、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，路桥公司仍以工程施工总承包方式承揽业务，业主单位主要系公司本部、公航旅公司及其他国内公开招标方；区域分布上，路桥公司工程施工业务仍以甘肃省境内业务为主。跟踪期内，路桥公司结算方式未发生重大变化，仍为传统建筑施工企业结算模式。跟踪期内，路桥公司根据甘肃省交通运输厅发布《关于全面执行新版〈建设工程质量保证金管理办法〉的通知》文件中“保证金总额预留比例不得高于工程价款结算总额的 3%”规定，通过与相关部门协调，路桥公司对原工程质量保证金比例 5%调减至 3%，应收类款项有所减少。

2019 年，路桥公司新增合同金额为 141.81 亿元，同比增长 13.20%，新签合同金额持续增长；公司新签合同金额中超过 70%来自于公司本部，公司工程施工业务业主方集中度很高，业主方信用很好。截至 2020 年 3 月底，路桥公司期末在手未完工合同金额 217.96 亿元，在手订单充足，为未来收入实现提供保障。

表 5　2017－2020 年 1－3 月路桥公司施工项目情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
新签合同金额（亿元）	112.59	125.27	141.81	34.82
新签合同数量（个）	46	31	56	14
期末在手未完工合同金额（亿元）	226.55	206.41	187.08	217.96

资料来源：公司提供

公路养护业务板块是公司打造“融、投、建、养、营、运、服”全产业链的环节之一。跟踪期内，公司公路养护业务主要运营主体未发生变化，仍为子公司甘肃省公路发展集团有限公司（以下简称“公发集团”）。公发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，并同时与下游劳务协作单位采用按月支付劳务费用。

(3) 商品销售业务

跟踪期内，受公司对该板块业务战略调整，延伸产业持续推动，公司商品销售业务收入同比大幅增长，毛利率保持稳定。

公司商品销售业务主要是为满足自身公路施工业务原材料需求而展开的业务，跟踪期内，公司商品销售业务战略有所调整，业务规模同比大幅增长。2019 年，公司新增子公司甘肃省交通物资商贸集团有限公司（以下简称“交通物资商贸公司”），通过整合集团内公路施工相关物资销售主体，打造“物资贸易+黑（白）料的生产加工销售+供应链”体系，使得交通物资商贸公司成为公司“融、投、建、养、营、运、服”全产业链中的重要组成部分；形成“体外挣钱、体内降本”的良好效应，公司公路产业链得以进一步延伸。

跟踪期内，公司商品销售业务的销售对象主要包括公司合并范围内建筑施工子公司及外部施工企业；该板块业务收入仅包括对外部施工企业商品销售收入，内部销售均已合并抵消。销售商品主要包括沥青、水泥、钢材、锚具等公路施工原材料；上游客户多为物资公司、水泥公司，下游销售对象以甘肃省境内公路施工企业为主。结算方式上，公司对上游原材料供应商通过先款后货方式结算，对下游施工企业采用先货后款方式结算。

2019 年，公司实现商品销售收入 11.14 亿元，同比大幅增长 110.19%，主要系战略调整，集团内资源整合影响所致。同期，该板块业务毛利率为 11.69%，同比变化不大。

(4) 其他

跟踪期内，公司工程服务业务收入保持稳定，客运站服务、物业服务、租赁业务等其他

业务收入规模仍较小，毛利率易受部分业务盈利影响出现波动。

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相对稳定，2019年为3.96亿元，毛利率下降至15.91%。

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”）、路桥公司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仍相对较小，2019年为2.52亿元，对公司营业收入影响有限；同期，毛利率为45.93%，毛利率易受部分业务盈利影响出现波动。

3．经营效率

2017－2019年，公司销售债权周转次数分别为3.30次、3.84次和3.51次，存货周转次数分别为4.46次、4.98次和3.63次，总资产周转次数分别为0.28次、0.23次和0.18次。

4．未来发展

公司在建PPP项目待投资规模较大，面临较大投融资压力。随着在建收费性公路的逐步完工并投入运营，预期公司业务收入更加多元。同时，在公司公路行业全产业链发展规划背景下，预期公司产业链将得到延伸和扩充，竞争实力将进一步增强。

公司在建收费公路和非收费公路规模均较大（见经营部分），业务持续性较好。经营性收费公路以PPP模式投资建设，未来公司或将面临较大投融资压力。随着传统模式收费公路和经营性收费公路的逐步完工，预计未来公司将新增公路通行费收入，公司业务收入将更加多元。此外，公司致力于打造“融、投、建、养、营、运、服”公路行业全产业链发展，并依托全产业链优势，积极发展路衍经济项目开发。目前公司已形成投资、施工、养护、材料销售、设计监理服务、服务区多元化运营等产业链多环节业务，随着公司公路行业产业链的持续延伸和路衍经济的扩充，公司在区域内竞争实力将进一步增强。

八、财务分析

1．财务概况

公司提供了2019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2020年1－3月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019年，公司通过新设立方式新增5家子公司，涉及PPP项目公司和发展公路沿线经济的配套公司；孙公司改组成子公司1家为交通物资商贸公司，同时，减少2家子公司（系变更为孙公司）；2020年1－3月，公司合并范围内子公司无变化。截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共计22家。合并范围变动子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

2．资产质量

跟踪期内，在建高速公路持续投入推动公司资产总额持续增长；资产结构仍以非流动资产为主，符合行业特点。跟踪期内，货币资金规模仍较大，在建工程主要系未来可产生运营收益的高速公路资产，整体看，公司资产质量较好。

截至2019年底，公司资产总额822.25亿元，较上年底增长6.16%，主要系在建工程增长所致；公司资产结构以非流动资产为主。

表6　2017－2020年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	90.05	28.81	118.12	15.25	73.79	8.97	77.05	8.99

应收账款	21.46	6.87	43.68	5.64	36.61	4.45	31.10	3.63
预付款项	12.95	4.14	35.62	4.60	42.05	5.11	38.52	4.50
其他应收款	5.92	1.89	112.40	14.51	80.79	9.83	80.88	9.44
存货	16.12	5.16	28.56	3.69	39.30	4.78	33.37	3.89
流动资产	**147.68**	**47.25**	**341.64**	**44.11**	**279.56**	**34.00**	**288.58**	**33.68**
固定资产净额	9.62	3.08	14.29	1.85	16.95	2.06	16.40	1.91
在建工程	142.28	45.52	364.26	47.03	505.34	61.46	530.85	61.95
非流动资产	**164.90**	**52.75**	**432.89**	**55.89**	**542.69**	**66.00**	**568.31**	**66.32**
资产总额	**312.58**	**100.00**	**774.52**	**100.00**	**822.25**	**100.00**	**856.89**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年 1 季报整理

截至 2019 年底，公司流动资产 279.56 亿元，较上年底下降 18.17%，主要系货币资金和应收类款项下降所致。公司货币资金 73.79 亿元，较上年底下降 37.53%，主要系在建高速公路投入增长所致。应收账款 36.61 亿元，较上年底下降 16.20%，主要系公司工程施工业务的业主方暂扣质保金比例由 5%下调至 3%，公司应收业主方工程质保金规模下降所致；公司应收款主要系应收工程施工业务款项和部分贸易款项；年末余额前五名应收款占比 30.13%，集中度一般；坏账计提比例 3.38%。公司预付款项 42.05 亿元，较上年底增长 18.07%，主要系预付施工款增加所致。其他应收款 80.79 亿元，较上年底下降 28.13%；其他应收款主要系对甘肃省下辖市交通局往来款；累计计提坏账准备 0.32 亿元。存货 39.30 亿元，较上年底增长 37.61%；公司存货主要系已完工未结算施工业务投入。

截至 2019 年底，公司非流动资产 542.69 亿元，较上年底增长 25.37%，主要系在建工程大幅增长所致。在建工程 505.34 亿元，较上年底增长 38.73%，主要系敦当、二车等高速公路持续投入所致。固定资产 16.95 亿元，较上年底增长 18.60%，主要系房屋及建筑物增加所致；公司固定资产主要由机器设备和房屋及建筑物构成。可供出售金融资产 9.65 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司将之前年度长期股权投资中的交通产业基金股权重新归类至该科目所致。公司长期股权投资 4.81 亿元，较上年底下降 90.23%，主要系对甘肃省交通投资管理有限公司不再持股（减少长期股权投资 40.42 亿元）及对交通产业基金股权转至其他科目核算所致。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 856.89 亿元，较上年底增长 4.21%，主要系在建工程增加所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2020 年 3 月底，公司应收账款 31.10 亿元，较上年底下降 15.04%，其他应收款 80.88 亿元，较上年底增长 0.12%。在建工程 530.85 亿元，较上年底增长 5.05%。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值 128.02 亿元，占资产总额的 14.94%，主要是在建工程。

3. 资本结构

跟踪期内，受公司股权划转影响，公司资本公积有所波动；少数股权益规模大幅增长推动公司所有者权益呈现增长趋势；整体看，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 367.47 亿元，较上年底增长 2.22%，主要系少数股东权益增加所致。

表 7　2017－2020 年 3 月底公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	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	0.14	0.50	0.13
资本公积	69.46	81.01	318.77	88.68	300.54	81.79	310.70	78.70
未分配利润	4.06	4.74	9.98	2.78	13.77	3.75	11.45	2.90
少数股东权益	10.47	12.21	27.72	7.71	50.28	13.68	59.16	14.98
所有者权益合计	**85.74**	**100.00**	**359.47**	**100.00**	**367.47**	**100.00**	**394.81**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年 1 季报整理

截至 2019 年底，公司实收资本 0.50 亿元，较上年底保持稳定。资本公积 300.54 亿元，较上年底下降 5.72%，主要系公司无偿划出甘肃省交通投资管理有限公司股权所致；公司资本公积主要由项目资本金和划入股权构成。公司未分配利润 13.77 亿元，较上年底增长 38.02%。少数股东权益 50.28 亿元，较上年底增长 81.37%，主要系随着 PPP 项目的持续推进，少数股东持续投入所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 394.81 亿元，较上年底增长 7.44%，主要系资本公积（政府对项目建设资金拨款）和少数股东权益增加所致。

跟踪期内，公司债券融资和专项应付款的增加推动公司负债总额的持续增长；公司以长期债务为主，债务结构合理。跟踪期内，公司债券融资快速增加，公司整体债务负担有所加重。

截至 2019 年底，公司负债总额 454.78 亿元，较上年底增长 9.57%，主要系债券融资和专项应付款中项目资本金增加所致。公司负债结构以非流动负债为主。

表 8　2017－2020 年 3 月底公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.39	10.75	34.58	8.33	36.56	8.04	38.65	8.36
应付账款	32.62	14.38	49.12	11.83	50.99	11.21	33.62	7.28
预收款项	33.72	14.87	17.40	4.19	19.49	4.29	21.83	4.72
其他应付款	10.39	4.58	22.27	5.37	5.89	1.30	8.54	1.85
流动负债	**105.58**	**46.54**	**127.90**	**30.82**	**118.34**	**26.02**	**105.70**	**22.87**
长期借款	95.73	42.20	253.56	61.09	254.48	55.96	262.95	56.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	28.77	6.33	40.77	8.82
长期应付款	25.14	11.08	32.90	7.93	52.58	11.56	51.99	11.25
非流动负债	**121.26**	**53.46**	**287.14**	**69.18**	**336.45**	**73.98**	**356.39**	**77.13**
负债总额	**226.84**	**100.00**	**415.05**	**100.00**	**454.78**	**100.00**	**462.09**	**100.00**

注：2019 年底和 2020 年 3 月底长期应付款中包含专项应付款

资料来源：根据公司审计报告和 2020 年 1 季报整理

截至 2019 年底，公司流动负债 118.34 亿元，较上年底下降 7.48%，主要系应付拆借款下降所致。公司短期借款 36.56 亿元，较上年底增长 5.72%，构成以保证借款和信用借款为主。应付账款 50.99 亿元，较上年底增长 3.81%，主要系应付施工款；应付账款金额高于同期应收账款金额。预收款项 19.49 亿元，较上年底增长 12.04%，主要系未开票施工款和贸易款。其他应付款 5.89 亿元，较上年底下降 73.54%，主要系往来款减少所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 336.45 亿元，较上年底增长 17.17%，主要系应付债券和专项应付款增加所致。公司长期借款 254.48 亿元，较上年底变化不大；长期借款以质押借款和信用借款为主。公司应付债券 28.77 亿元，系公司当年发行的中期票据和私募债券。长期应付款 52.58 亿元，其中融资租赁款 27.66 亿元，较上年底有所下降；项目拨付资本金等专项应付款 24.86 亿元，较上年底大幅增加。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 462.09 亿元，较上年底增长 1.61%，主要系债券融资增加所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 322.34 亿元，较上年底增长 11.07%。其中长期债务占比 87.87%，债务结构合理。从债务指标上看，跟踪期内，公司债务指标较上年底均有所增长，截至 2019 年底，公司资产负债率，全部债务资本化比率，长期债务资本化比率分别为 55.31%、46.73%、43.53%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务规模 344.10 亿元，较上年底增长 6.75%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2019 年底小幅下降，分别为 53.93%、46.57%、43.48%。

若将长期应付款中有息债务调至长期债务中（公司未提供 2020 年 3 月底长期应付款有息债务金额，故仅测算 2019 年底调整后有息债务），截至 2019 年底，公司调整后全部债务 350.00 亿元，较上年底增长 16.03%。主要系应付债券增加所致。其中长期债务占比 88.83%，占比较上年底进一步提高，公司有息债务结构与行业特征相匹配。从债务指标上看跟踪期内，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有所增长，2019 年底分别为 55.31%、48.78%、45.83%。

有息债务计划偿债安排方面，公司 2020 年 4－12 月、2021 年、2022 年和 2023 年需要偿还债务规模分别为 36.74 亿元、32.42 亿元、31.44 亿元和 93.08 亿元；集中兑付压力一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和盈利水平均有所增长；公司利润总额对补贴收入依赖性一般；公司整体盈利能力有所改善。

2019年，公司营业收入141.21亿元，较上年增长12.59%。同期，营业成本123.11亿元，较上年增长10.62%，低于营业收入增幅。公司营业利润率小幅增至12.36%。同期，公司期间费用12.23亿元，较上年增长34.95%，主要是财务费用大幅增长所致；公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。公司利润总额6.22亿元，较上年增长28.44%。公司营业外收入1.13亿元，较上年增长125.15%，主要系拆迁补贴收入和核销坏账收入，公司利润总额对补贴收入依赖性一般。从盈利指标看，跟踪期内，公司总资本收益率和净资产收益率同比小幅增长，2019年，分别为1.21%和1.29%。总体来看，公司整体盈利能力有所改善。

2020年1－3月，公司实现营业收入7.35亿元，相当于上年营业收入的5.20%，同期实现利润总额-2.35亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，受业务回款和政府对项目资金拨款增加影响，公司经营活动现金流净流入大幅增长，投资活动持续大规模净流出；筹资力度进一步加大，随着还本付息规模同比增加，公司筹资活动现金流净流入量有所下降。整体看，公司投资活动对项目资金拨款和筹资活动现金流入具有很强依赖性。

经营活动现金流方面，2019年，公司经营活动现金流入为310.69亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金152.79亿元，较上年增长29.52%，主要系当年施工业务扩展及之前年度应收质保金收回所致。收到其他与经营活动有关的现金157.85亿元，较上年增长47.61%，主要系收到政府对项目资金拨款和收回各类保证金所致。同期，公司现金收入比同比增长至108.21%，收现质量较好。2019年，公司经营活动现金流出为248.08亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金129.46亿元，较上年增长6.27%。支付其他与经营活动有关的现金97.84亿元，较上年增长26.23%，主要系随着工程施工业务的扩展，公司投标等各类保证金增加所致。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长至62.60亿元。

投资活动现金流方面，2019年，公司投资活动现金流入为0.33亿元，持续保持较小规模。同期，公司投资活动现金流出大幅增长至152.45亿元。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金137.64亿元，较上年增长162.78%，主要系在建项目的持续投入所致。投资支付的现金13.25亿元，较上年大幅增长，主要系对PPP项目公司投资增加所致。公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，2019年为-152.12亿元，缺口较上年进一步扩大。

筹资活动现金流方面，2019年，公司筹资活动现金流入为187.75亿元。其中，吸收投资收到的现金21.09亿元，较上年增长283.82%，主要系PPP项目公司社会资本注入。取得借款收到的现金160.65亿元，较上年增长62.01%。

主要为银行借款和债券融资。收到其他与筹资活动有关的现金6.01亿元，较上年下降75.35%，公司筹资活动现金流出为143.45亿元。其中，偿还债务支付的现金133.09亿元，较上年增长164.22%。分配股利、利润或偿付利息支付的现金10.36亿元，较上年下降24.10%。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额44.30亿元，净流入量同比有所下降。

2020年1－3月，公司经营活动现金流净额为-2.41亿元。公司投资活动现金流净额为-5.16亿元。公司筹资活动现金流净额为10.88亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般。考虑到公司职能定位重要，区域专营优势更加突出，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率较上年底均小幅下降至236.25%和203.03%，但仍保持较高水平。现金短期债务比1.89倍，较2018年底有所下降；2019年，公司经营现金流动负债比大幅增长至52.90%。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率较2019年底均有所提升；现金短期债务比小幅增至1.91倍。整体看，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有所增长，2019年为14.26亿元。同期，公司EBITDA利息倍数1.38倍，较上年有所增长。公司全部债务/EBITDA和调整后全部债务/EBITDA较上年均有所下降，2019年分别为22.60倍和24.54倍；整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司对外担保额度12.84亿元，对外担保规模较小；主要系公司本部对敦煌国际酒店有限责任公司提供的担保，被担保企业均为国企，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 745.24 亿元，较上年底大幅增长；未使用额度 466.32 亿元；公司授信银行主要包括中国工商银行、国家开发银行、上海浦东发展银行、中国银行等，授信类型包括流动资金贷款、项目贷款等，公司间接融资渠道通畅。

考虑到公司职能定位重要，区域专营优势更加突出，公司整体偿债能力极强。

6. 母公司财务分析

母公司主要行使管理职能，母公司资产和负债总额占合并口径比例一般；母公司无营业收入。

截至 2019 年底，母公司资产总额 466.88 亿元，较上年底增长 17.03%；母公司资产总额占合并口径 56.78%，占比一般。母公司以非流动资产为主，符合公司所处行业特征。截至 2019 年底，母公司流动资产 50.87 亿元，较上年底下降 2.40%。母公司流动资产以货币资金和预付款项构成。货币资金 25.79 亿元，预付款项 23.94 亿元。截至 2019 年底，母公司非流动资产 416.01 亿元，较上年底增长 19.95%。母公司非流动资产主要由长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。长期股权投资 186.73 亿元；在建工程 128.30 亿元，较上年底增长 52.17%，主要系传统项目持续投入所致；合并口径经营性高速公路资产主要集中其他项目子公司。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 261.38 亿元，较上年底下降 9.39%；母公司所有者权益占合并口径的 71.13%。其中，实收资本 0.50 亿元，资本公积 261.01 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债总额 205.50 亿元，较上年底增长 86.02%；母公司负债总额占合并口径的 45.19%。其中流动负债占 16.17%、非流动负债占 83.83%。母公司流动负债 33.23 亿元，以其他应付款为主，母公司其他应付款 24.41 亿元。截至 2019 年底，母公司非流动负债 172.27 亿元，较上年底增长 74.10%。非流动负债以长期借款、应付债券和长期应付款为主。长期借款 91.60 亿元，较上

年底增长 38.49%。应付债券 28.77 亿元。长期应付款 51.90 亿元，较上年底增长 58.21%。截至 2019 年底，母公司全部债务 126.86 亿元，较上年底增长 65.47%。其中短期债务占比 5.12%，长期债务占比 94.88%。从债务指标上看，2019 年底母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.02%、32.68%、31.53%。

公司合并口径业务主要集中在下辖子公司，母公司无营业收入。

现金流方面，母公司经营活动现金以往来款收支为主，2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 26.07 亿元。母公司投资活动现金流呈现大规模净流出，2019 年投资活动现金流净额为-78.36 亿元。2019 年，母公司融资力度有所加大，筹资活动现金流入 72.63 亿元，同比增长 60.54%，筹资活动现金流净额 38.55 亿元。

九、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年6月底，公司存续债券本金合计64.00亿元，公司无一年内到期债券，短期偿债压力很小。

截至 2020 年 6 月底，公司存续债券本金合计 64.00 亿元，无一年内到期债券。若“20 甘交建可续期 01”和“20 甘交 01”均于 2023 年行权，公司将于 2023 年达到债券本金偿付峰值 31.00 亿元。截至 2019 年底，公司的现金类资产 73.79 亿元，2019 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 310.69 亿元、62.60 亿元和 14.26 亿元。公司短期偿债压力很小，未来集中偿付压力一般。

表9 公司存续债券保障情况 （单位：亿元、倍）

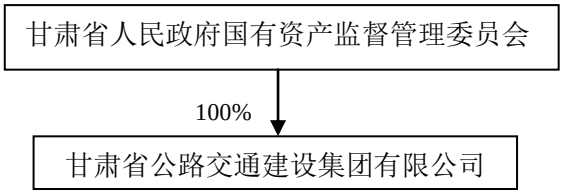
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
未来代偿债券本金峰值	31.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	10.02
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	2.02
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	0.46

资料来源：wind，联合资信整理

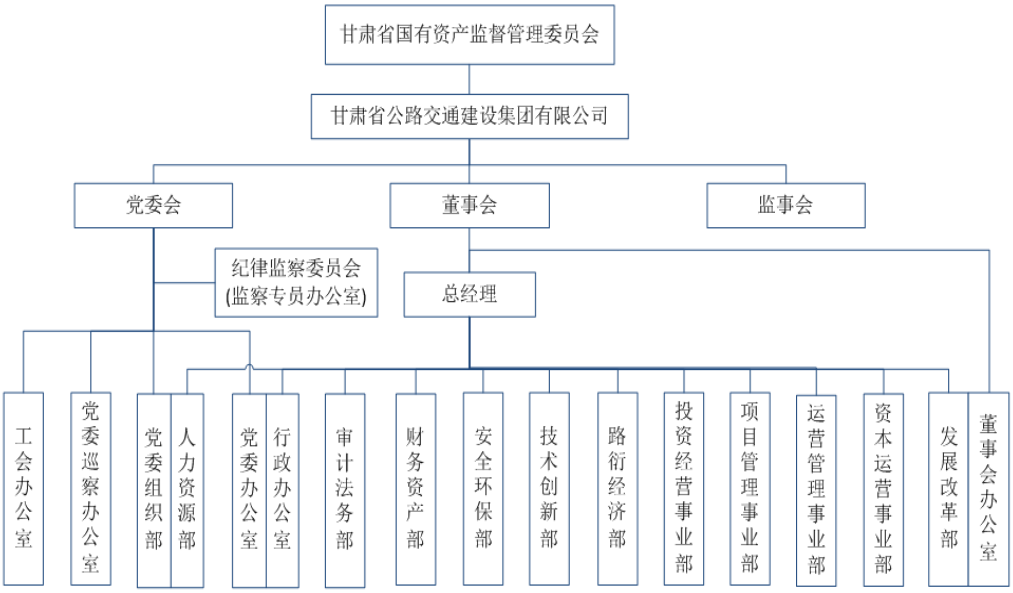
十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，并将“19 甘交建 MTN001”信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
甘肃路桥建设集团有限公司	兰州	交通工程施工	100.00	--	同一控制下的企业合并
甘肃省交通服务有限公司	兰州	咨询服务，物业管理	100.00	--	同一控制下的企业合并
甘肃省交通科学研究院集团有限公司	兰州	工程和技术研究与试验发展，工程试验检测	100.00	--	同一控制下的企业合并
甘肃省公路运输服务中心有限责任公司	兰州	道路旅客运输、客货运站场服务、机动车检测、汽车维修	100.00	--	同一控制下的企业合并
甘肃新网通科技信息有限公司	兰州	公路交通工程专业承包通信、监控、收费、综合系统工程	98.00	2.00	非同一控制下的企业合并
甘肃交建投资基金管理有限公司	兰州	受托管理私募股权投资基金，项目投资及咨询	85.71	14.29	投资设立
甘肃彭大高速公路项目管理有限公司	平凉	公路投资、建设、运营、管理、养护	37.60	13.40	投资设立
甘肃敦当高速公路项目管理有限公司	酒泉	公路投资、建设、运营、管理、养护	19.86	7.90	投资设立
甘肃金河高速公路项目管理有限公司	兰州	公路投资、建设、运营、管理、养护	3.32	1.53	投资设立
甘肃清河高速公路项目管理有限公司	兰州	公路投资、建设、运营、管理、养护	15.85	2.48	投资设立
甘肃交建中油能源有限责任公司	兰州	汽油、柴油等油品销售，服务区加油站经营	51.00	--	投资设立
甘肃省高速公路服务有限公司	兰州	省内高速公路经营性资产的经营管理、增值保值服务	100.00	--	无偿划转
甘肃交建项目管理有限公司	兰州	高速公路、国省干线公路项目建设、运营开发和管理	100.00	--	投资设立
甘肃二车高等级公路项目管理有限公司	庆阳	公路投资、建设、运营、管理、养护	29.89	34.12	无偿划转
甘肃省公路发展集团有限公司	兰州	公路投资、建设、运营、管理、养护	100.00	--	无偿划转
甘肃公航旅公路养护有限公司	兰州	公路日常养护维修管理	100.00	--	无偿划转
甘肃灵华高速公路项目管理有限公司	平凉	公路投资、建设、运营、管理、养护	26.16	4.81	投资设立
甘肃瓜州柳园交通石业有限公司	酒泉	矿产的开采、加工、销售；砂石料的加工、销售	60.00	40.00	投资设立
甘肃北仙高速公路项目管理有限公司	武威	公路投资、建设、运营、管理、养护	100.00	--	投资设立
甘肃瓜州桥湾交通物流有限公司	酒泉	集装箱物流、冷链物流、仓储配送、搬运装卸、道路普通货物运输	60.00	40.00	投资设立
甘肃丝路邮驿（悬泉置）文化发展有限责任公司	酒泉	文物及非物质文化遗产保护性开发经营	51.00	14.00	投资设立
甘肃省交通物资商贸集团有限公司	兰州	公路工程建设、养护所需的沥青、水泥、砂石料等建材的批发	80.00	20.00	整合重组

注：公司对甘肃敦当高速公路项目管理有限公司、甘肃金河高速公路项目管理有限公司、甘肃清河高速公路项目管理有限公司和甘肃灵华高速公路项目管理有限公司分别享有 54.12%、51.00%、51.00%和 55.84%表决权，纳入合并范围
资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	90.17	118.20	73.92	77.20
资产总额(亿元)	312.58	774.52	822.25	856.89
所有者权益(亿元)	85.74	359.47	367.47	394.81
短期债务(亿元)	27.03	36.66	39.09	40.38
长期债务(亿元)	95.73	253.56	283.25	303.72
调整后长期债务(亿元)	120.88	286.46	310.91	/
全部债务(亿元)	122.76	290.22	322.34	344.10
调整后全部债务(亿元)	147.90	323.12	350.00	/
营业收入(亿元)	71.24	125.41	141.21	7.35
利润总额(亿元)	2.61	4.84	6.22	-2.35
EBITDA(亿元)	6.24	11.38	14.26	--
经营性净现金流(亿元)	11.42	7.05	62.60	-2.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.30	3.84	3.51	--
存货周转次数(次)	4.46	4.98	3.63	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.23	0.18	--
现金收入比(%)	111.94	94.07	108.21	418.04
营业利润率(%)	11.93	10.90	12.36	-5.00
总资本收益率(%)	1.43	0.91	1.21	--
调整后总资本收益率(%)	1.27	0.86	1.16	--
净资产收益率(%)	2.52	1.10	1.29	--
长期债务资本化比率(%)	52.75	41.36	43.53	43.48
调整后长期债务资本化比率(%)	58.50	44.35	45.83	/
全部债务资本化比率(%)	58.88	44.67	46.73	46.57
调整后全部债务资本化比率(%)	63.30	47.34	48.78	/
资产负债率(%)	72.57	53.59	55.31	53.93
流动比率(%)	139.88	267.10	236.25	273.03
速动比率(%)	124.61	244.77	203.03	241.46
经营现金流动负债比(%)	10.81	5.51	52.90	--
现金短期债务比（倍）	3.34	3.22	1.89	1.91
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	0.83	1.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.68	25.50	22.60	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.71	28.39	24.54	--

注： EBITDA 中费用化利息支出采用现金流量补充表中财务费用测算； EBITDA 利息倍数中利息支出采用筹资活动现金流中分配股利、利润或偿付利息支付的现金进行测算；调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款；2.公司 2017 年财务数据采用利安达会计师事务所（特殊普通合伙）出具的 2015－2017 年三年联审数据；2020 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.29	39.54	25.79	21.01
资产总额(亿元)	697.31	398.94	466.88	492.03
所有者权益(亿元)	339.72	288.47	261.38	279.22
短期债务(亿元)	47.82	10.53	6.50	12.95
长期债务(亿元)	171.40	66.14	120.36	143.16
全部债务(亿元)	219.23	76.67	126.86	156.12
营业收入(亿元)	23.96	0.00	0.00	--
利润总额(亿元)	6.21	-0.04	0.50	--
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	14.31	20.24	26.07	-9.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	1.11	-0.01	0.13	--
净资产收益率(%)	1.83	-0.01	0.19	--
长期债务资本化比率(%)	33.53	18.65	31.53	33.89
全部债务资本化比率(%)	39.22	21.00	32.68	35.86
资产负债率(%)	51.28	27.69	44.02	43.25
流动比率(%)	397.41	452.18	153.07	259.09
速动比率(%)	82.02	452.18	153.07	259.09
经营现金流动负债比(%)	10.21	175.59	78.43	--
现金短期债务比(倍)	1.28	3.76	3.97	1.62
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2017 年财务数据采用利安达会计师事务所（特殊普通合伙）出具的 2015－2017 年三年联审数据；2020 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 4　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 5-1　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 5-2　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 5-3　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