

信用评级公告

联合〔2022〕4734号

联合资信评估股份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AAA，维持“21甘交01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二二年六月二十八日

甘肃省公路交通建设集团有限公司 2022 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	AAA	稳定
21 甘交 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
21 甘交 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/08/23

注：“21 甘交 01”期限为 3+2 年，下一行权日为 2024 年 8 月 23 日；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：2022 年 6 月 28 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（打分表）	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	4	
			盈利能力	2	
			现金流量	4	
		资本结构		1	
		偿债能力		3	
		调整因素和理由			
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”）作为甘肃省公路项目建设、运营的重要主体，主要负责甘肃省境内经营性收费公路、国省干线项目建设和管理等业务。跟踪期内，甘肃省经济保持增长，公司外部发展环境良好；公司业务保持既有区域专营优势；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”）和甘肃省交通运输厅（以下简称“甘肃省交通厅”）在股权划转和资金拨款等方面继续给予公司有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务规模增长快、未来投融资压力较大、资产流动性较弱以及经营性收费公路后续运营收入有待关注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，为公司提供了良好的发展环境和较强的经济支持。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 AAA，维持“21 甘交 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司外部发展环境良好。2021 年，甘肃省经济保持增长，固定资产投资同比有所增长；甘肃省一般公共预算收入同比有所增长；2021 年，甘肃省持续获得上级补助且规模较大，对区域财政收入提升形成有效保障。公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司业务保持既有区域专营优势。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为甘肃省公路项目建设、运营的重要主体，业务保持既有区域专营优势。
3. 跟踪期内，公司继续获得有力的外部支持。股权划转方面，2021 年，甘肃省国资委将甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司 20.47% 股权无偿划转至公司，公司成为其第一大股东；专项资金方面，截至 2021 年底，公司资本公积较上年增加 103.27 亿元，包括车购税补助 20.86 亿元和政府专项债 82.41 亿元；政府补助方面，2021 年，公司收到政府可行性缺口补助等补助收入合计 2.82 亿元。

分析师:

陈 婷 (登记编号: R0150221110001)

邹 洁 (登记编号: R0150221020002)

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

关注

1. **跟踪期内, 公司债务规模增长快, 未来投融资压力仍较大。**截至2021年底, 公司全部债务较上年底增长23.72%至553.54亿元。截至2022年3月底, 公司在建经营性收费公路计划总投资859.85亿元, 资本金部分合计272.09亿元, 已累计投资536.67亿元, 剩余非资本金资金部分主要为银行贷款和建设期补助等, 公司未来投融资压力仍较大。
2. **跟踪期内, 公司资产流动性较弱。**截至2021年底, 公司在建工程规模为930.43亿元, 占总资产的63.78%; 公司应收类款项(应收账款+其他应收款)余额181.07亿元, 占总资产的12.41%; 此外, 考虑到公司受限资产占比较高, 公司资产流动性较弱。
3. **经营性收费公路后续运营收入有待关注。**两徽高速公路、敦当高速公路、彭大高速公路和柳敦高速公路已进入试运营期, 高速公路运营收入易受当地经济发达程度、车流量等因素影响, 联合资信将对公司运营收入实现情况保持关注。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	73.92	86.16	144.27
资产总额（亿元）	822.25	1121.55	1458.74
所有者权益（亿元）	367.47	537.81	668.61
短期债务（亿元）	39.09	48.10	54.42
长期债务（亿元）	310.91	399.31	499.12
全部债务（亿元）	350.00	447.42	553.54
营业总收入（亿元）	141.21	211.67	250.59
利润总额（亿元）	6.22	7.21	11.43
EBITDA（亿元）	14.26	20.21	27.63
经营性净现金流（亿元）	62.60	49.19	166.39
营业利润率（%）	12.36	11.26	14.26
净资产收益率（%）	1.29	1.04	1.29
资产负债率（%）	55.31	52.05	54.17
全部债务资本化比率（%）	48.78	45.41	45.29
流动比率（%）	236.25	193.25	208.75
经营现金流动负债比（%）	52.90	28.53	75.21
现金短期债务比（倍）	1.89	1.79	2.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.19	1.28	1.42
全部债务/EBITDA（倍）	24.54	22.13	20.03
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	466.88	560.82	669.33
所有者权益（亿元）	261.38	364.05	458.38
全部债务（亿元）	121.36	113.80	122.13
营业总收入（亿元）	0.00	0.01	0.13
利润总额（亿元）	0.50	0.72	-0.64
资产负债率（%）	44.02	35.09	31.52
全部债务资本化比率（%）	31.71	23.82	21.04
流动比率（%）	153.07	140.50	192.73
经营现金流动负债比（%）	78.43	63.30	198.22

注：1. 2019—2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告合并口径已将长期应付款中带息部分纳入长期债务核算

资料来源：公司审计报告及公司提供资料

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
21 甘交 01	AAA	AAA	2021/07/16	闫蓉 邹洁	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（打分表） V3.0.201907	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

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受甘肃省公路交通建设集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：陈静 郭生

联合资信评估股份有限公司

甘肃省公路交通建设集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（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

2021 年 3 月，公司市场主体由有限责任公司（国有独资）变为有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资），持股主体由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”）变为甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（以下简称“公航旅集团”），甘肃省国资委继续对公司履行出资人职责。公司实际控制人未发生变化，仍为甘肃省国资委。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，截至 2021 年底，公司注册资本仍为 100.00 亿元，实收资本仍为 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，公司仍是甘肃省公路项目建设、运营的重要主体，主要负责甘肃省境内经营性收费公路、国省干线项目建设和管理等工作。

截至 2021 年底，公司纳入合并报表内一级子公司共计 27 家；公司本部内设 16 个职能部门，包括党委办公室、党委组织部、董事会办公室、财务资产部、审计法务部、路衍经济部、项目管理事业部、投资经营事业部和运营管理部等。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1458.74 亿元，所有者权益 668.61 亿元（含少数股东权益 116.35 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 250.59 亿元，利润总额 11.43 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市城关区民主

西路 9 号兰州 SOHO 写字楼 29 层 2918；法定代表人：田广慈。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“21 甘交 01”，债券余额为 10.00 亿元，募集资金已按计划全部使用完毕。“21 甘交 01”于 2021 年 9 月发行，尚未到付息日。

表 1 截至 2022 年 5 月底联合资信所评公司存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 甘交 01	10.00	10.00	2021/08/23	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率。

下同。

定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前

2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.00）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺

差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。

2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，

一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，

引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 建筑业发展概况

建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大。未来，在经济增速下行的背景下，建筑业增速或将持续放缓。

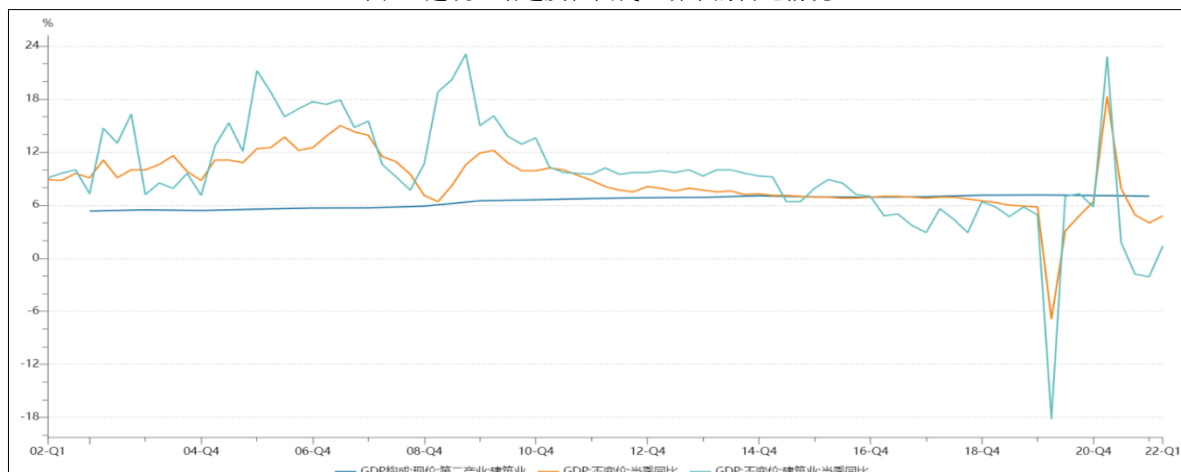
建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。2017 年之前，建筑业总产值单季增速基本高于 GDP 增速，自 2017 年起，建筑业总产值增速长期低于 GDP 增速。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大。2021 年以来，建筑业总产值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80% 和 -2.10%，三季度和四季度建筑业总产值同比均呈现负增长。2022 年一季度，建筑业总产值增速由负转正，为 1.40%，但仍未回到疫情前增长态势，建筑业增速或将持续放缓。

从建筑业对 GDP 增长的贡献情况来看，

自 2011 年以来，建筑业增加值占 GDP 的比例始终保持在 6.75% 以上，2020 年创历史新高，为 7.18%。2021 年，建筑业实现增加值 80138.50 亿元，同比增长 2.1%，增速低于 GDP 增速 6 个

百分点，占 GDP 比例有所下降，为 7.01%。2022 年一季度，建筑业实现增加值 13029.00 亿元，占 GDP 比例下降至 4.82%。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源: wind

(1) 上游原材料供给及下游需求

2021 年，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

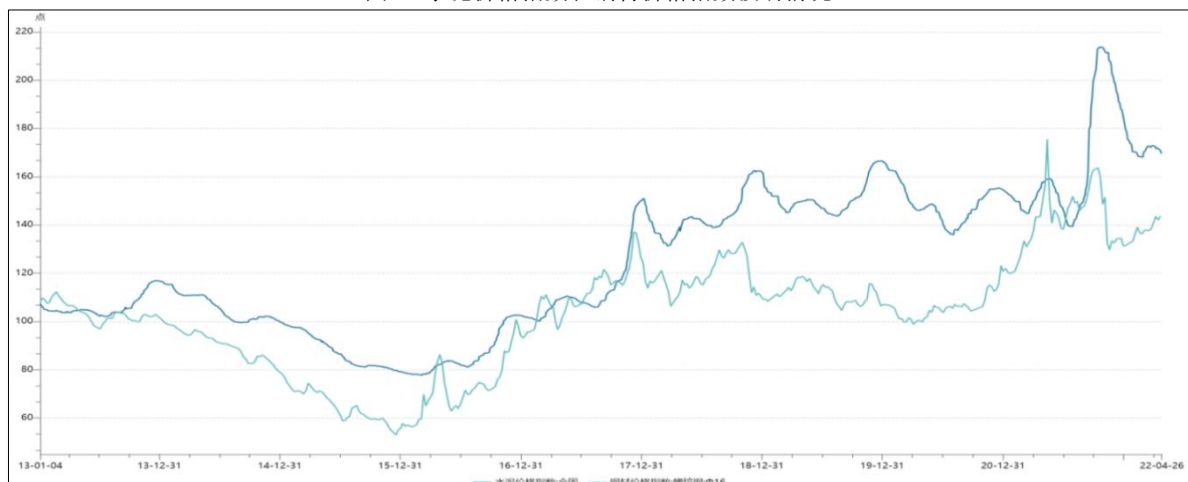
建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2021 年初水泥价格整体季节性下降，3 月下旬开始随需求上涨价格有所回升，5 月后进入淡季，价格进入了较长的下行区间；8 月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10 月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”和“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2021 年，钢铁供需两端均呈现先增后降态势，钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看，一季度钢材价格开启上涨态势；二季度环保限产，同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛，供需紧张推动钢材价格持续上涨；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位，对钢材价格形成一定支撑；10 月底以来，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加用钢需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于上年同期水平。

总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021 年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

图2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源: wind

2021年,房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降,回落趋势受政策调控影响或将延续;基建投资作为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将保持较高水平。

2021年,全国完成房地产开发投资147602.08亿元,同比增长4.40%,增速较上年下降2.6个百分点,增速低于固定资产投资整体增速0.5个百分点,增速下降明显,创2016年以来增速新低。2022年一季度,房地产开发投资增速进一步下降至0.70%,增速低于固定资产投资整体增速8.6个百分点,房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明显弱化。同时,房地产新开工面积增速出现负增长,2021年和2022年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%,增速进一步下降。从拿地情况来看,2021年购置土地面积同比下降15.50%,2022年一季度同比下降41.80%,房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看,2021年商品房销售面积和销售额分别同比增长1.90%和4.80%,增速较上年分别下降0.7个百分点和3.9个百分点,2022年一季度商品房销售面积和销售额增速均由正转负,增速

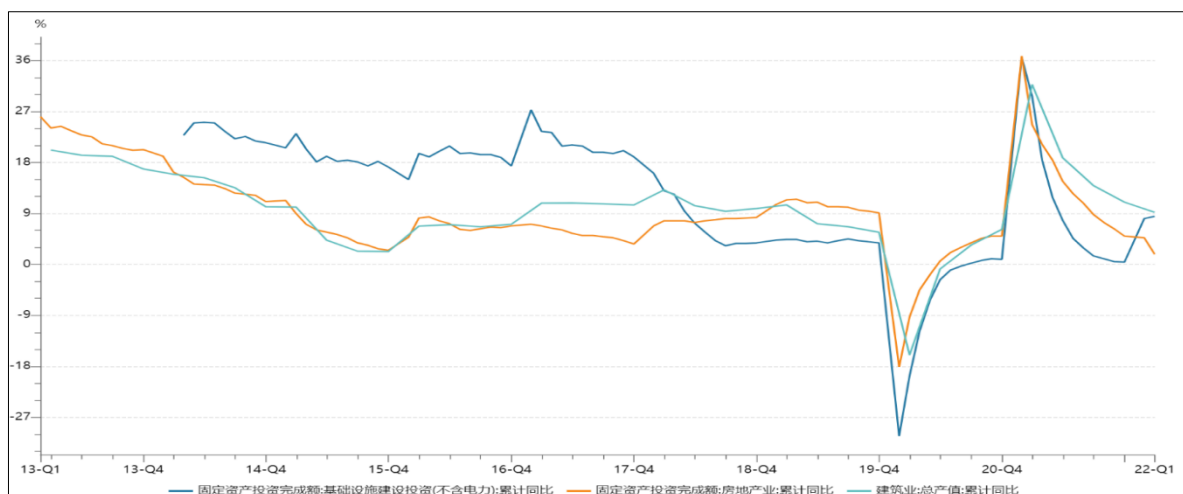
分别为-13.80%和-22.70%。

2021年以来,房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况,虽然2021年底调控政策有所松动,但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压,行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题,并且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形成较大抑制,房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021年,全国基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长0.40%,增速较上年小幅下降0.5个百分点;2022年一季度增速回升明显,为8.50%,主要由于“稳增长”政策发力,财政支持资金到位。2022年宏观政策定调为稳健有效,国民经济稳字当头,实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022年一季度人民贷款增加值为8.34万亿元,同比增加6636.00亿元;一季度社会融资规模量累计为12.06万亿元,累计增速为18.00%,其中政府债券累计增速为140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持,2022年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将保持较高水平。

图3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源: wind 数据

(2) 建筑施工行业竞争态势分析

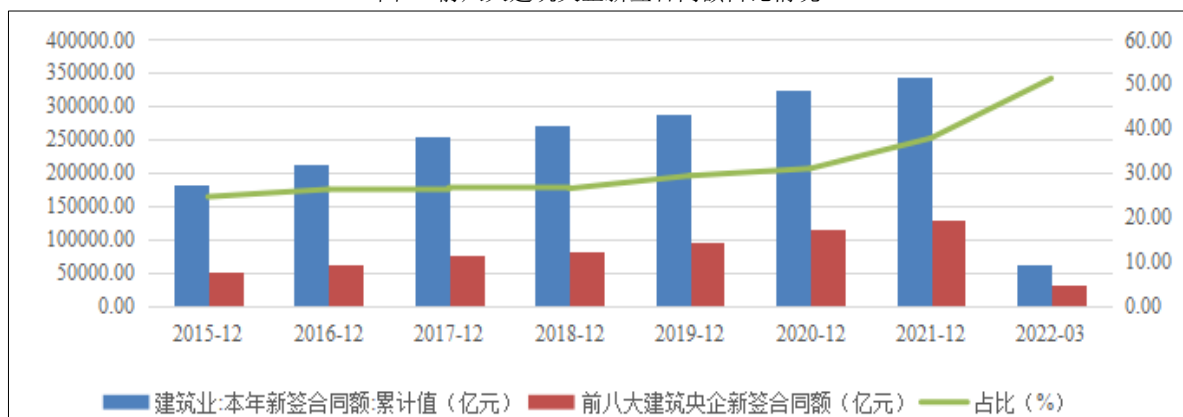
在经济增速持续下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业,将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开,未来行业集中度将进一步提升,市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力,国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下,2021年下半年以来,我国经济显著下行,三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出2022年GDP增长5.5%左右的目标,为近30年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下,建筑业作为

由需求驱动的行业,整体下行压力加大,加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。从全国建筑企业新签合同数据来看,行业集中持续提升。近年来,前八大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额比重持续提升,2021年比重为37.88%,2022年一季度进一步上升至51.30%。未来,“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开,建筑央企经营呈现较强韧性。2022年一季度,央企新签订单在基建投资回暖的带动下有所改善,也侧面反应了基建需求的改善,预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

图4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



资料来源: 联合资信根据公开资料整理

(3) 建筑施工行业发展趋势

2021 年以来, 全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减, 建筑业总产值增速继续走低, 行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看, 房地产投资回落趋势或将延续, 基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平, 基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看, 在经济增速持续下行的压力下, 建筑行业集中度将进一步提升, 但建筑业未来增速或将持续放缓。

2. 高速公路行业

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。

(1) 行业概况

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。依据《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。

根据交通运输部发布的《2021 年交通运输行业发展统计公报》, 2021 年底, 中国高速公路通车里程达 16.91 万公里, 较 2020 年底增加 0.81 万公里, 国家高速公路里程 11.70 万公里, 较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底, 中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%, 较 2020 年底提高 0.10 个百分点。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、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名; 西部地区路网规模不断提升, 2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%, 较 2020 年底提高 1.7 个百分点, 路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性, 公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位, 2021 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 75.0% 和 61.3%, 分别较 2020 年上升 1.20 个百分点和下降 10.0 个百分点, 公路货运重要性进一步提升, 铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2021 年, 国内疫情形势较为稳定, 社会复工复产, 国民经济持续性恢复, 公路货运指标呈现修复性增长; 受局部疫情影响, 人员流动仍有所限制, 加之多种运输方式分流, 公路客运指标持续下降。

表 3 2016—2021 年中国公路运输主要指标情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比	绝对值	同比
营业性旅客运输总量 (亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量 (亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量 (亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量 (亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2022 年一季度，中国国内多点疫情爆发，本轮疫情传播能力较强、影响范围广、控制难度大，使得较长时间和较大范围的物流受限，同时居民出行意愿下降、人员流动管控政策明显收紧，交通运输需求均受到不同程度的不利影响。2022 年一季度，中国公路营业性客运量 9.7 亿人，环比和同比分别下降 16.86%和 26.04%，绝对值仅为疫情前的 28.81%；公路货运量环比下降 21.03%，同比增长 0.4%，绝对值为疫情前的 99.49%，公路客运量和货运量环比降幅较大，尤其客运量仍在低位运行，与疫情前水平差距较大。

(2) 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。

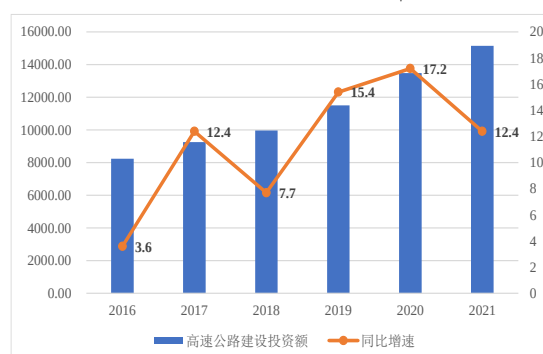
行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步

加重了其债务负担。

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。2021 年，中国高速公路建设完成投资 15151.0 亿元，增长 12.4%，增速较 2020 年（17.2%）回落 4.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 5 2016—2021 年中国高速公路建设投资情况

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输部行业发展统计公报整理

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2020 年，中国高速公路通行费总收入同比下降 17.74%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 14.85%，通行费收支缺口扩大至 7177.47 亿元，较上年增加 2503.53 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020 年占 83.11%，由于存续债务规模大，高速公路行业年度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。

表 4 2016—2020 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
					绝对值	同比 (%)
通行费收入 (亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74
支出总额 (亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出 (亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出 (亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口 (亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56
通行费收入/偿还债务利息 (倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金 (倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021年以来，高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》和《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》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率，但根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准将有所降低。同年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方

式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此

背景下,2022年4月20日,银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》,强调在符合公路收费有关规定的情况下,稳妥有序推进收费公路存量债务接续,防范化解收费公路存量债务风险;要求金融机构应提高金融资源配置效率,聚焦重点领域和重大项目;进一步优化公路项目还款安排,合理设置债务本息还款宽限期,原则上不超过建设期加1年;要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度;鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设;支持交通运输企业通过资产证券化(ABS)、基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等方式有效盘活公路存量资产。

(4) 未来发展

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。2020年11月,中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称“十四五规划”)提出:统筹推进基础设施建设,加快建设交通强国,完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络,加快城市群和都市圈轨道交通网络化,提高农村和边境地区交通通达深度。

3. 区域经济及政府财力

2021年,甘肃省经济保持增长,固定资产投资同比有所增长;同期,甘肃省一般公共预算收入同比有所增长,收入质量尚可但财政自给率弱,甘肃省持续获得上级补助且规模较大,对区域财政收入提升形成有效保障,公司外部发展环境良好。

甘肃省位于中国西北地区的中心地带,在国家发展全局中具有重要的政治和经济地位,国家对其资金支持及政策倾斜力度大;随着西部大开发、兰州新区、“一带一路”等国家战略的持续推进,甘肃省未来经济发展机遇良好。

2021年,甘肃省地区生产总值为10243.30亿元,同比增长6.90%,人均GDP由2020年的3.60万元提升至4.10万元。分产业看,2021年甘肃省第一产业增加值1364.70亿元,同比增长10.10%;第二产业增加值3466.60亿元,同比增长6.40%;第三产业增加值5412.00亿元,同比增长6.50%。三次产业结构调整为13.32:33.84:52.84。2021年,甘肃省居民人均可支配收入2.21万元,同比增长8.87%。

2021年,甘肃省固定资产投资增速为11.10%,按三次产业分,第一产业投资同比下降3.10%;第二产业投资同比增长39.90%;第三产业投资同比增长6.10%。同期,甘肃省项目投资同比增长10.50%。其中,制造业投资同比增长15.50%,电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长80.80%,交通运输、仓储和邮政业投资同比下降0.40%,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长16.00%。

2021年,甘肃省实现一般公共预算收入1001.83亿元(2020年为874.55亿元),其中,税收收入为667.40亿元;一般公共预算收入质量尚可。2021年,甘肃省一般公共支出4025.89亿元,财政自给率为24.88%,财政自给能力弱。同期,甘肃省获得上级补助收入2972.86亿元,支持力度大。2021年,甘肃省政府性基金收入为589.37亿元。截至2021年底,甘肃省债务余额为4896.10亿元(其中,一般债务2282.90亿元,专项债务2613.20亿元)。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为甘肃省国资委。2021年3月，公司持股主体由甘肃省国资委变更为公航旅集团，甘肃省国资委继续对公司履行出资人职责。截至2021年底，公司注册资本仍为100.00亿元，实收资本仍为0.50亿元。

2. 企业规模及竞争力

2021年，公司资质情况未发生重大变化，作为甘肃省公路项目建设和运营的重要主体，业务仍保持既有区域专营优势。

公司作为甘肃省公路项目建设和运营的重要主体，主要负责甘肃省境内经营性收费公路、国省干线项目建设和管理等工作。根据甘肃省政府定位，公司为公路建设领域专业化产业公司，是经营性收费公路的建设主体，拥有“融、投、设、建、养、营、运、服、衍”一体化的公路全产业链，具备产业造血功能的公路建设实体企业，公司业务保持区域专营优势。

资质方面，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，资质情况未发生重大变化。

表5 截至2021年底公司主要资质情况

资质名称	获得时间
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
对外（境外）承包工程资格	--

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
工程设计资质公路行业甲级	2015.12.15

资料来源：公司提供

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约记录良好，联合资信未发现公司被纳入被执行人。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91620000098238577P），截至2022年6月9日，公司本部未结清和已结清的贷款信息中，无关注类或不良类贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化；董事会及高管人员发生变动，相关人员变动对公司经营无重大不利影响。

2021年，公司董事会、监事会及高级管理人员发生变更。公司董事长由刘建勋变更为田广慈。截至2021年底，公司董事会由田广慈、杨重存、张肃军等9名成员构成；监事会成员由胡细如、闫文娟等5名成员构成。

田广慈，男，1965年12月生，中共党员，省委党校研究生学历；历任陇南市财政局党组书记、局长兼会计集中核算中心主任，陇南市委副书记、常委、秘书长，礼县县委书记，武都区委书记，陇南市委副书记；现任公司党委书记、董事长。

上述人员变更系公司按照国企改革行动要求进行的人员调整，有利于完善公司法人治理结构，规范董事会工作，对公司日生产经营不产生不利影响。

除上述人员调整外，公司组织架构及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入仍以工程结算为主，受益于省内交通类项目开工数量较多，工程结算收入规模同比有所增长；销售业务及工程服务可对公司收入形成补充，整体经营情况稳健。

2021年，公司实现营业总收入250.59亿元，同比增长18.39%。从收入构成来看，受益于“十四五”项目的全面启动，公司在手订单量充裕且有序推进，使得当期工程结算收入同比增长20.75%，保持公司第一大收入来源，收入占比

进一步提升。公司商品销售业务收入同比下降26.40%，主要系板块间内部抵消方式调整所致；工程服务收入同比大幅增加14.63亿元，主要系甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司（以下简称“交通规划设计院”）纳入合并范围所致；其他业务收入规模较小。

从毛利率水平看，2021年，公司综合毛利率为14.72%，同比提升2.84个百分点。分板块看，工程结算业务毛利率小幅下降至10.71%，主要受材料成本价格波动影响所致；商品销售业务毛利率同比提升较多，主要系公司搭建了物资集采平台，采购量提升使得采购议价能力提升，从而降低采购成本所致；工程服务业务毛利率同比大幅提升，主要系新纳入合并范围的交通规划设计院所辖业务毛利率较高所致。

表6 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
工程结算	168.86	79.78	11.41	203.90	81.37	10.71
销售业务	31.21	14.74	9.07	22.97	9.17	20.97
工程服务	4.66	2.20	16.71	19.29	7.70	48.27
其他	6.94	3.28	20.89	4.43	1.77	20.75
合计	211.67	100.00	11.88	250.59	100.00	14.72

注：1. 其他业务包含租赁服务和运输服务等；2. 尾差系四舍五入所致，下同
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）公路建设

公司是甘肃省内高速公路和国省干线的主要建设、管理和运营主体，在建及拟建项目较多，业务持续性好。跟踪期内，公司公路建设项目稳步推进，收费公路项目陆续进入试运营阶段。传统模式项目建设资金以政府补助和政府债券资金为主，整体投融资压力不大；经营性收费公路项目后续投资规模仍大，剩余非资本金资金来源主要为银行贷款，公司未来投融资压力较大。

①传统模式项目

公司对国省干线投资及建设以传统模式为主。资金来源方面，甘肃省财政厅、甘肃省交通厅等部门根据项目进度，定期给予公司车辆购

置税收入补助、省级预算资金、专项债补助资金等项目拨款，但可能存在一定的资金缺口及滞后，部分资金需公司先行垫付。会计处理上，公司将收到的政府项目资金计入“资本公积”，将未结算项目计入“在建工程”或“预付款项”。

截至2022年3月底，传统模式下，公司已完工未决算国省干线项目20个，总投资129.12亿元，已投资117.96亿元，其中财政拨款103.11亿元。以上完工路段均已通车，但由于均为二级公路，未形成公路通行费收入。

在建项目方面，截至2022年3月底，公司在建项目（传统+创新）计划总投资834.16亿元，已投资252.63亿元，其中财政拨款（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）279.95亿元，尚需投资581.53亿元，

未来建设资金主要依靠政府车购税补助和专项债券、一般债资金，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 7 截至 2022 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	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	53.40	3.26	2.83	2.84
G312 线柳园至星星峡段	已完工	2016~2018	89.45	6.04	5.02	4.61
G247 线会宁至靖远公路	已完工	2015~2019	149.67	18.26	19.61	8.13
G109 线白银至兰州段	已完工	2016~2018	49.46	4.39	3.28	3.33
G345 线玛曲至青海久治公路	已完工	2016~2019	72.83	7.00	6.34	6.75
G309 线会宁汉家岔至榆中定远镇公路改建工程	已完工	2016~2019	120.22	5.06	4.67	5.04
G312 线古浪金三角至丰乐段	已完工	2016~2019	98.08	6.66	5.72	6.68
G309 线板桥至小园子段	已完工	2016~2019	143.00	10.52	10.73	10.52
G310 线陇西至临洮段	已完工	2017~2019	114.77	11.65	9.64	11.65
G312 线嘉峪关至清泉（玉门）段	已完工	2016~2019	31.00	2.20	2.13	2.10
G312 线清泉至七墩段	已完工	2016~2019	107.65	7.10	6.48	7.11
G312 线七墩至瓜州段	已完工	2016~2019	96.21	6.77	6.40	6.47
G345 线峰迭至迭部代古寺公路	已完工	2017~2020	47.25	17.50	16.69	13.81
G248 线江果河至迭部扎古录镇段	已完工	2016~2020	12.00	1.02	1.12	1.32
G248 线江果河至迭部扎古录镇段洮河大桥	已完工	2020~2020	1.20	0.39	0.43	0.33
G312 线马营口至山丹西段（永昌段）	已完工	2016~2019	97.00	8.81	2.43	1.73
G312 线马营口至山丹西段（山丹段）	已完工	2016~2019			4.82	6.17
G327 线镇原至王咀子（甘宁界）段工程	已完工	2019~2020	35.26	3.39	3.36	2.36
S101 线中川铁路立交至黄羊头公路	已完工	2016~2020	4.28	6.25	3.51	0.55
S231 线迭部至四川若尔盖三级公路	已完工	2016~2019	47.27	2.86	2.76	1.35
已完工未决算项目小计			1369.99	129.12	117.96	103.11
G312 线凤翔路口至平凉东（曹湾村）段	在建	2016~2021	103.60	16.56	14.52	9.62
G248 线康乐至卓尼公路康乐至拉石段	已完工	2016~2019	36.00	10.48	31.07	38.10
G248 线康乐至卓尼公路大岭山至卓尼段	在建	2016~2021	60.93	24.13		
舟曲立节至四川永和三级公路	在建	2016~2020	158.77	10.40	5.64	5.26
G345 线舟曲南峪灾毁重建项目	在建	2019~2021	2.80	2.70	2.41	1.13
G312 线界牌村至安门	在建	2021~2024	45.10	8.08	0.39	0.30
G247 线会宁（侯家川）至通渭段升级改造项目	在建	2022~2024	44.34	8.79	0.00	0.02
G248 线巴下寺至虎关段工程建设项目	在建	2022~2024	94.96	20.34	0.02	0.02
G309 线祁家南山至汉家岔段升级改造项目	在建	2022~2024	69.60	16.32	0.02	0.02
在建传统项目小计			616.10	117.81	54.07	54.47
S38 线王格尔塘至夏河（桑科）高速公路项目	在建	2018~2021	41.60	64.80	51.40	50.53
G215 线马鬃山至桥湾公路工程	在建	2019~2022	157.37	44.46	33.36	34.65
G312 线七墩至瓜州公路工程	在建	2019~2022	66.27	27.96	15.09	14.80
G75 兰州至海口高速兰州段长大坡整治工程	在建	2019~2022	14.31	20.76	16.10	15.03
G312 线清水驿至傅家窑公路工程项目	在建	2020~2024	62.40	133.71	56.35	74.00
S44 康县至略阳高速公路望关至白水沟段工程	在建	2020~2024	41.85	83.14	12.13	19.50
G569 线西渠至民勤至武威公路项目	在建	2021~2024	164.58	105.80	7.14	11.97
G312 线傅家窑至苦水段工程	在建	2021~2024	51.00	67.88	6.74	4.50

合水（太白）至华池公路	在建	2022~2025	74.70	106.47	0.00	0.00
G569 曼德拉至大通公路武威至仙米寺段	在建	2021~2024	55.60	61.38	0.25	0.50
在建创新项目（收费公路专项债资金支持项目）小计			729.68	716.35	198.56	225.48
G209 线迭部至九寨沟段	筹建	暂缓实施	--	7.79	0.01	0.03
G247 景泰至昭通公路景泰至水泉段	筹建	筹建	110.10	--	0.00	0.03
G244 乌海至江津公路长庆桥至罗汉洞段	筹建	筹建	0.00	7.09	0.00	0.00
G211 银川至榕江公路南义至罗沟圈段	筹建	筹建	92.45	20.30	0.00	0.00
G309 线定远至达川段	筹建	筹建	152	31.83	0.00	0.00
在筹建项目小计			354.55	67.01	0.01	0.06

注：1. 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成本，是的已投资额有所增加；2. 受政府拨款及政府年度投资计划影响，部分在建项目建设周期超过预期

资料来源：根据公司提供资料整理

②PPP 项目

公司经营性收费公路项目以 PPP 模式进行建设。跟踪期内，PPP 项目的运作模式、记账方式均未发生变化。

截至 2022 年 3 月底，PPP 模式下，两徽高速公路、敦当高速公路、彭大高速公路和柳敦高速公路目前已进入试运营阶段，待试运营期满后竣工验收及决算，目前尚未计提折旧；产生的运营收入直接冲减“在建工程”，2021 年试运营阶段的收费公路实现收入合计 0.94 亿元，现阶段收入规模较小。公司其余经营性收费公路仍处于建设过程中，尚未通车运

营，目前未实现公路通行费收入。公司经营性收费公路运营收入易受当地经济发达程度和车流量等因素影响，联合资信将持续关注公司运营收入实现情况。

截至 2022 年 3 月底，公司在建经营性收费公路项目共 8 条，计划总投资 859.85 亿元，已累计投资 536.67 亿元，尚需投资 323.17 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司经营性收费公路资本金部分合计 272.09 亿元，剩余非资本金资金部分主要为银行贷款（249.92 亿元）和建设期补助等，公司未来投融资压力仍较大。

表 8 截至 2022 年 3 月底公司在建经营性收费公路项目情况（单位：公里、亿元、年）

项目名称	里程数	总投资	已投资	资本金	资本金到位	资本金来源	收费年限	建设期	运营状态
敦当高速公路项目	194.00	121.78	120.67	46.63	46.63	政府出资 48.72%	30	2017~2021	部分通车试运营
						社会资本 51.28%			
彭大高速公路项目	92.00	120.84	117.58	24.17	23.22	政府出资 49.00%	30	2017~2021	部分通车试运营
						社会资本 51.00%			
灵华高速公路项目	71.00	101.24	48.89	26.13	12.55	政府出资 3.83%	30	2019~2023	在建
						社会资本 96.17%			
二车一级公路项目	103.00	72.46	67.48	20.42	17.03	政府出资 3.94%	30	2018~2022	在建
						社会资本 96.06%			
柳敦高速公路项目	117.00	49.50	49.50	14.85	14.85	政府出资 34.00%	30	2017~2021	通车试运营
						社会资本 66.00%			
金河高速公路项目	82.00	214.40	20.56	88.91	20.48	政府出资 48.42%	30	2017~2022	暂停
						社会资本 51.58%			

两徽高速公路项目	54.00	75.30	75.30	30.12	30.12	政府出资 49.00%	30	2015~2019	通车试运营，预计 2022年9月 正式运营
打庆高速公路项目	74.00	104.32	36.69	20.86	10.25	社会资本 51.00%	30	2021~2025	在建
合计	787.00	859.85	536.67	272.09	175.13	政府 47.88%	--	--	--
						社会 52.12%	--	--	--

注：金河高速公路项目由于投融资核心边界条件发生重大变化，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，该项目对已进场单位进行清算退场，项目退回工可阶段，进一步优化设计方案，未来采取 BOT 或其他模式继续推进

资料来源：根据公司提供资料整理

（2）工程结算

2021 年，受益于“十四五”项目全面启动，公司在手项目保持充裕，工程结算收入保持增长；同期，公司新签项目规模较为稳定，未来工程施工业务收入保障程度较高。

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。2021 年，公司工程结算收入为 203.90 亿元，同比增长 20.75%；同期，工程结算毛利率同比小幅下降至 10.71%。

①工程施工

工程施工收入是公司收入的重要来源，该部分业务主要由子公司甘肃路桥建设集团有限公司（以下简称“路桥建设集团”，主要负责交通工程板块）、八冶建设集团有限公司（以下简称“八冶建设集团”，主要负责建筑工程板块）及其他施工单位负责。跟踪期内，路桥建设集团和八冶建设集团各项专业资质未发生变更，仍保持较强的区域竞争力。

2021 年，公司新签合同数量同比下降较多，由于路桥建设集团新签项目中，单个项目金额较大，使得公司新签合同金额同比变动不大。截至 2021 年底，公司在手未完工合同金额为 257.18 亿元，项目储备量充足，未来工程施工业务收入保障程度较高。

表 9 公司施工项目情况（单位：亿元、个）

路桥建设集团	2020 年	2021 年
新签合同金额	150.07	151.64
新签合同数量	65	34
期末在手未完工合同金额	205.69	248.13
八冶建设集团	2020 年	2021 年
新签合同金额	45.20	38.75

新签合同数量	209	183
期末在手未完工合同金额	10.70	9.05
合计	2020 年	2021 年
新签合同金额	195.27	190.39
新签合同数量	274	217
期末在手未完工合同金额	216.39	257.18

资料来源：公司提供

跟踪期内，路桥建设集团仍以甘肃省内高速公路和国省干线公路建设为主，省内项目约占在手合同的 90%以上。公司通过招投标方式取得甘肃境内其他业主方和集团本部施工业务，其中公司本部施工业务由路桥建设集团确认收入，公司本部不再确认收入。公司以施工总承包方式承揽工程，业主单位主要系公司本部、公航旅集团、各公路管理局及其他国内公开招标的业主单位。公司承接项目的建造模式包括传统模式和 PPP 项目模式等。成本控制方面，2021 年，钢材及水泥价格仍呈现高位波动态势，导致整体施工成本呈上升趋势。

表 10 路桥建设集团主要原材料采购成本

（单位：万吨、元/吨）

项目	2020 年	2021 年
钢材		
采购数量	37.34	39.61
平均价格	4633.52	5050.12
水泥		
采购数量	168.04	198.58
平均价格	421.79	377.37
沥青		
采购数量	7.67	7.57
平均价格	4594.21	4141.70
砂石料		
采购数量	1300.12	1034.54
平均价格	111.62	112.74

资料来源：公司提供

跟踪期内，路桥建设集团在结算模式方面未发生变化。传统项目的结算仍按照“预付款+工程进度结算+质保金”方式进行；PPP项目在工程建设期完成，进入运营期后进行结算。

八冶建设集团主要负责建筑工程施工业务，一般通过市场招投标的方式取得项目，包括公开招标和邀请招标，部分政府应急抢险项目为直接获取。跟踪期内，八冶建设集团材料采购、工程结算等方面未发生重大变化。2021年，八冶建设集团实现营业总收入40.41亿元，净利润为0.40亿元。

②公路养护

跟踪期内，公路养护业务仍由子公司甘肃省公路发展集团有限公司（以下简称“公路发展集团”）负责。公路发展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，面向甘肃全省提供公路养护服务。业务模式上，公路发展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。截至2022年3月底，公司在手公路养护项目181个，合同金额合计16.40亿元。

（3）销售业务

跟踪期内，商品销售业务仍作为公司工程建设的延伸型业务，满足公司自身公路施工业务所需原材料的采购业务的同时，对公司收入形成一定补充。

跟踪期内，公司商品销售业务仍由甘肃省交通物资商贸集团有限公司及二级子公司甘肃路桥建设集团养护科技有限责任公司负责。

2021年，公司商品销售收入同比下降26.40%至22.97亿元，主要系内部施工企业交易额合并抵消所致；板块毛利率同比提升11.90个百分点，主要系跟踪期内公司搭建了物资集采平台，公司所辖项目的施工企业均通过物资集采平台进行物资采购（外部项目业主方指定采购渠道除外），集中采购量增长使得原材料采购议价能力进一步提升。

2021年，公司商品销售业务主要供应商均为钢材、水泥等建材生产企业，下游主要销售给省内外各公路施工企业²。公司商品销售业务为延伸型业务，主要是为了满足公司自身公路施工业务所需原材料的采购。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。

（4）其他

2021年，工程服务业务随交通规划设计院并表有所扩张，其他业务收入规模仍较小。

2021年，交通规划设计院纳入公司合并范围，工程服务业务进一步拓展，收入规模同比提升至19.29亿元；交通规划设计院所辖业务专业性较强，板块毛利率得以提升。

交通规划设计院拥有公路行业设计甲级、市政行业（道路工程、桥梁工程）专业甲级、建筑行业（建筑工程）专业甲级、工程勘察、咨询、测绘、监理、试验检测等专业资质，以及交通工程机电综合施工、对外承包工程资格和节能减排第三方审核等资质，通过为客户提供全过程工程技术服务和工程项目管理等服务获取收益。2021年，交通规划设计院实现营业总收入15.53亿元，实现利润总额3.25亿元。

公司的其他业务包括客运站服务、物业服务、租赁业务、房地产开发业务、仓储业务、运输服务、公路养护、受托加工产品和印刷等业务，2021年该板块业务规模仍较小，毛利率同比小幅下降。

3. 经营效率

2021年，公司应收账款周转能力、存货周转能力均有所减弱，整体经营效率一般。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降，分别为4.06次、2.72次和0.19次，整体经营效率一般。

4. 未来发展

公司在建PPP项目待投资规模较大，面临较大的投融资压力。随着在建收费性公路的逐

² 2021年，前五大销售对象均为公司内部施工项目主体。

步完工并投入运营，预计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大，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的投融资压力。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、设、建、养、营、运、服、衍”公路行业全产业链发展，目前公司业务涉及公路、建筑、商贸、路衍经济等多个板块，已形成投资、设计、施工、养护、运营、物流运输、服务区多元化运营、路衍经济开发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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年合并财务报告，利安达

会计师事务所(特殊普通合伙)对该报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围内新增 6 家子公司，分别为交通规划设计院³、甘肃高庆高等级公路项目管理有限公司、甘肃新动能科创混改基金(有限合伙)、甘肃公交建扶贫发展基金(有限合伙)、甘肃公交建公路投资基金(有限合伙)和宁波梅山保税港区交建敦当一期股权投资基金合伙企业(有限合伙)。截至 2021 年底，公司合并范围内一级子公司 27 家。整体看，新纳入合并范围的子公司中，交通规划设计院规模较大，对合并报表数据可比性有一定影响。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模有所增长，仍以非流动资产为主；公司工程项目持续投入，使得在建工程规模快速增长；公司资产受限比例较高，资产流动性较弱。

截至 2021 年底，公司合并资产总额较上年底增长 30.06%，主要系在建工程大幅增长所致。公司资产结构以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
货币资金	84.47	7.53	142.32	9.76
其他应收款	96.01	8.56	109.08	7.48
应收账款	47.47	4.23	72.29	4.96
预付款项	33.84	3.02	29.67	2.03
存货	62.15	5.54	41.19	2.82
合同资产	0.00	0.00	53.74	3.68
流动资产	333.25	29.71	461.82	31.66
固定资产	30.85	2.75	29.84	2.05
在建工程	720.56	64.25	930.43	63.78
非流动资产	788.30	70.29	996.92	68.34
资产总额	1121.55	100.00	1458.74	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底增

长 38.58%，主要系货币资金、应收账款及合同资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金、

³ 截至 2021 年底，交通规划设计院资产总额为 25.97 亿元，所有者权益合计 15.36 亿元；其中，应收账款 10.41 亿元，对合并报告有一定影响。

应收账款、预付款项、其他应收款和合同资产构成。

截至 2021 年底，公司货币资金较上年底增长 68.49%，主要系收到政府拨款及融资规模增大所致；其中，受限货币资金 2.75 亿元，受限比例为 1.93%，主要为履约保证金、用于担保的定期存款或通知存款和银行承兑汇票保证金。

截至 2021 年底，公司应收账款较上年底增长 52.30%，主要系应收工程款增长及合并报表扩张所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 4.70 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 10.84 亿元，占比为 14.08%，集中程度低。

截至 2021 年底，公司预付款项较上年底下降 12.32%，主要系预付工程款结算所致。从账龄看，1 年以内占 28.41%，1~2 年占 26.93%，2~3 年占 4.58%，3 年以上占 40.08%；从构成看，公司预付款主要为预付工程款，前五名合计占比为 59.36%，集中度较高。

截至 2021 年底，公司其他应收款较上年底增长 13.61%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账 0.70 亿元；其他应收账款欠款前五名年底余额合计 99.38 亿元，占比为 90.78%，集中度很高；主要应收对象包括甘肃省交通运输厅（60.04 亿元）、甘肃省交通投资管理有限公司（21.95 亿元）和甘肃省公路事业发展中心（13.39 亿元）等。

截至 2021 年底，公司存货较上年底下降 33.71%，主要系部分存货转为投资性房地产所致；存货主要由合同履约成本和在建房地产开发产品构成，累计计提跌价准备 0.01 亿元，计提比例很低。

截至 2021 年底，公司合同资产 53.74 亿元，主要由已完工未结算的工程款（44.21 亿元）和质保金（9.54 亿元）构成；已累计计提减值准备 0.03 亿元。

截至 2021 年底，公司其他流动资产较上年底增长 50.90%，主要系待抵扣进项税增长所致；其他流动资产由 7.74 亿元待抵扣进项税和 3.78 亿元预缴税金构成。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 26.46%，主要系在建工程增加所致。从构成看，公司非流动资产主要由在建工程构成。

截至 2021 年底，公司固定资产较上年底下降 3.25%，变动不大。从构成看，固定资产主要由房屋及建筑物（18.00 亿元）、机器设备（7.16 亿元）和土地资产（1.54 亿元）构成，累计计提折旧 19.58 亿元。

截至 2021 年底，公司在建工程较上年底增长 29.13%，主要系二车高等级公路项目、S28 线灵台至华亭高速公路项目、清傅项目及王夏项目等持续投入所致，公司在建工程未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 4.23 亿元，较上年底减少 11.66 亿元，主要系交通规划设计院纳入合并范围所致。截至 2021 年底，公司投资性房地产较上年底增加 10.51 亿元，主要系八冶建设集团 2021 年将自用及作为存货的房地产用于出租，转换为以公允价值模式计量的投资性房地产 11.86 亿元所致。

截至 2021 年底，公司受限资产合计 462.69 亿元，占资产总额的 31.72%，主要为道路经营权和在建高速公路收费权质押的固定资产贷款，受限比例较高。

表 12 截至 2021 年底公司受限资产情况

受限科目	受限账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	2.75	保证金等
应收账款	4.97	质押借款
存货	0.39	抵押贷款
固定资产	3.30	抵押贷款
无形资产	0.30	抵押贷款
在建工程	450.98	抵押贷款
合计	462.69	--

资料来源：公司审计报告

资产流动性方面，截至 2021 年底，公司在建工程规模为 930.43 亿元，占总资产的 63.78%；公司应收类款项（应收账款+其他应收款）余额 181.07 亿元，占总资产的 12.41%，公司资产流动性较弱。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2021 年底，得益于政府补贴及专项债支持，公司权益规模进一步增长，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底增长 24.32%，主要系资本公积增长所致。公司所有者权益中，资本公积占比很高，实收资本和其他权益工具较为稳定，未分配利润逐年累积。所有者权益结构稳定性尚可。

表 13 公司所有者权益主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	0.50	0.09	0.50	0.07
其他权益工具	10.00	1.86	10.00	1.50
资本公积	404.57	75.22	509.67	76.23
未分配利润	17.69	3.29	26.45	3.96
归属于母公司所有者权益合计	435.58	80.99	552.26	82.60
少数股东权益	102.23	19.01	116.35	17.40
所有者权益合计	537.81	100.00	668.61	100.00

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

跟踪期内，公司实收资本和其他权益工具未发生变化。截至 2021 年底，公司资本公积较上年底增加 105.10 亿元，主要系获得车购税补贴（20.86 亿元）及政府专项债（82.41 亿元）所致。公司未分配利润较上年底增长 49.49%，主要系净利润转入所致。公司少数股东权益较上年底增长 13.82%，主要由 PPP 项目其他社会出资人出资构成。

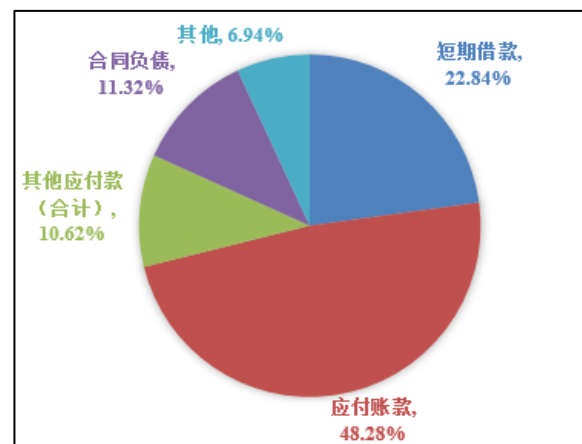
(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债规模保持增长，负债结构仍以长期负债为主。有息债务规模保持增长，仍以长期债务为主，短期债务压力可控。

截至 2021 年底，公司负债总额 790.13 亿元，较上年底增长 35.36%，主要系应付账款、合同负债、长期借款和递延收益增长所致。其中，流动负债占 28.00%，非流动负债占 72.00%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 221.23 亿元，较上年底增长 28.29%，主要系应付账款和合同负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款（合计）和合同负债构成。

图 6 截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司短期借款 50.54 亿元，较上年底增长 7.40%，其中，信用借款 26.48 亿元、保证借款 15.22 亿元、质押借款 8.29 亿元、抵押借款 0.51 亿元；应付账款 106.81 亿元，较上年底增长 55.16%，主要系应付工程项目质保金款增长所致；合同负债 25.05 亿元，主要由工程未履约已结算款项构成；其他应付款 23.49 亿元，较上年底变动不大，主要由往来款构成。

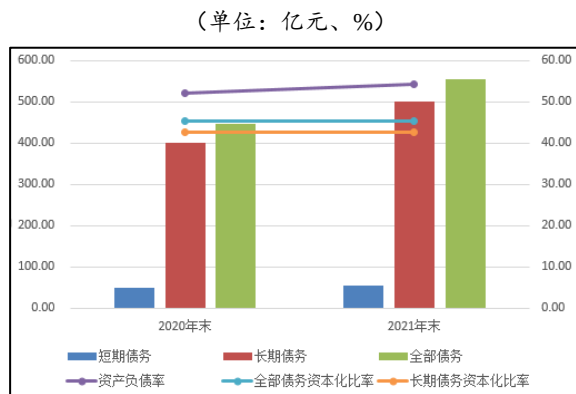
截至 2021 年底，公司非流动负债 568.89 亿元，较上年底增长 38.32%，主要系长期借款和递延收益增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 392.08 亿元，较上年底增长 25.42%。其中，质押借款 340.16 亿元、信用借款 34.98 亿元、保证借款 12.93 亿元、抵押借款 3.78 亿元；应付债券 90.93 亿元，较上年底增长 42.08%，主要系发行“21 甘交 G1”“21 甘交建 CP001（乡村振兴）”及“21 甘交建 MTN001”所致；长期应付款 20.50 亿元，较上年底下降 39.56%，主要系融资租赁款规模下降所致。公司长期应收款中融资租赁款合计 15.91 亿元，已纳入长期债务核算。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 553.54 亿元，较上年底增长 23.72%。其中，短期债务 54.42 亿元，较上年底增长 13.12%，长期债务 499.12 亿元，较上年底增长 25.00%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标看，截至 2021 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 54.17%和 42.74%，全部债务资本化比率较上年底有所下降，为 45.29%。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，考虑到公司存在计入其他权益工具的可续期债券，公司实际债务负担高于上述指标值。

图 7 公司债务结构及债务率指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务期限分布方面，截至 2021 年底，公司短期债务规模为 54.42 亿元，短期偿债压力可控。

4. 盈利能力

2021 年，公司收入及利润规模均保持增长；

期间费用对利润侵蚀较严重，公司期间费用控制能力有待改善；公司整体盈利水平表现强。

2021 年，公司营业总收入同比增长 18.39%；同期，公司营业成本同比增长 14.58%；公司营业利润率同比提升 3.00 个百分点。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额同比增长 30.95%，主要系管理费用和财务费用增长较多所致。从期间费用构成看，管理费用和财务费用占比较高。公司期间费用率有所增长，2021 年同比提高 1.04 个百分点至 10.80%，对利润侵蚀较严重，公司期间费用控制能力有待改善。

非经常性损益方面，公司投资收益和营业外收入规模相对较小；以政府补贴为主的其他收益可对利润总额形成有益补充，2021 年其他收益为 2.82 亿元。

2021 年，公司利润总额同比增长 58.56%，主要由经营性利润构成。公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高 0.13 个百分点和 0.24 个百分点。整体看，公司整体盈利水平表现强。

表 14 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	211.67	250.59
利润总额（亿元）	7.21	11.43
营业利润率（%）	11.26	14.26
总资产收益率（%）	1.43	1.56
净资产收益率（%）	1.04	1.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

与所选同行业公司比较，公司营业总收入规模相对较小；毛利率水平居中，总资产报酬率和净资产收益率相对较低。

表 15 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	营业总收入 (亿元)	销售毛利 率(%)	总资产报酬 率(%)	净资产收益 率(%)
安徽建工	713.40	11.18	3.11	7.19
四川路桥	850.49	16.14	6.73	18.65
陕西建工	1594.78	8.72	2.40	15.65
公司	250.59	14.72	1.50	1.29

注：安徽建工指代“安徽建工集团股份有限公司”，四川路桥指代“四川路桥建设集团股份有限公司”，陕西建工指代“陕西建工集团股份有限公司”

资料来源：Wind

5. 现金流

2021 年, 受益于工程款和项目资金的拨付, 公司经营活动现金流仍呈净流入状态; 受公路项目持续大幅投入影响, 公司投资活动现金流仍呈流出状态; 为保证项目投入资金, 公司继续保持大规模的外部融资, 存在较大的融资压力。

从经营活动来看, 公司经营活动现金流入以施工项目收到的工程款及政府拨付的项目建设补助资金为主, 经营活动现金流出以支付工程施工业务款项及高速公路项目征地拆迁款、投标保证金、代垫工程款为主。2021 年, 公司经营活动现金流入同比增长 55.73%, 现金收入比同比提升 19.51 个百分点至 90.92%, 收现质量有所改善。同期, 公司经营活动现金流出同比增长 26.17%。受益于工程项目量的增长及财政拨款的到位, 公司 2021 年经营活动现金流量净额同比大幅增长, 净流入规模为 166.39 亿元。

从投资活动来看, 公司投资活动现金流入规模较小; 2021 年, 公司投资活动现金流出同比增长 5.30% 至 224.08 亿元, 主要用于投入公路项目。同期, 公司投资活动现金流仍呈净流出状态, 主要系公路项目持续投入所致。

2021 年, 公司筹资活动前现金流量净额为 -57.19 亿元, 缺口较上年度的 -159.66 亿元有所收窄。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 46.45% 至 220.58 亿元, 主要系上年度公司吸收投资收到现金 (系 PPP 项目其他社会资本方资金实缴) 规模较大以及本年度融资规模减少所致; 同期, 公司筹资活动现金流出同比下降 53.66%, 主要用于偿付债务本息。2021 年, 公司筹资活动现金净额同比下降 35.47%。考虑到公司施工业务不断扩张, 在建项目后续投资规模仍较大, 公司仍有较大的融资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现很强, 长期偿债指标表现一般; 公司间接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看, 2021 年, 公司流动比率和速动比率均有所提升, 由于经营活动现金流入的大幅增长, 经营性现金流对流动负债的保障程度有所改善。截至 2021 年底, 公司现金短期债务比较上年底提升至 2.65 倍。整体看, 公司短期偿债指标表现很强。

从长期偿债指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均有所增长, EBITDA 对利息的覆盖程度较好。同期, 公司全部债务/EBITDA 有所下降, EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看, 公司长期债务偿债指标表现一般。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	193.25	208.75
	速动比率 (%)	157.21	165.83
	经营现金/流动负债 (%)	28.53	75.21
	经营现金/短期债务 (倍)	1.02	3.06
	现金短期债务比 (倍)	1.79	2.65
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	20.21	27.63
	全部债务/EBITDA (倍)	22.13	20.03
	经营现金/全部债务 (倍)	0.11	0.30
	EBITDA/利息倍数 (倍)	1.28	1.42
	经营现金/利息支出 (倍)	3.12	8.53

资料来源: 公司审计报告、联合资信整理

截至 2022 年 3 月底, 公司对外担保余额为 12.40 亿元, 担保比率为 1.76%, 担保对象为敦煌国际酒店有限责任公司 (9.70 亿元) 和甘肃省长城建设集团有限责任公司 (2.70 亿元), 均为甘肃省国有企业, 暂无反担保措施, 具有一定的或有负债风险。

截至 2022 年 3 月底, 公司共获得银行综合授信额度为 1043.83 亿元, 尚未使用额度为 473.60 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内, 公司大部分业务仍由下属子公司负责, 母公司业务占比很小, 主要承担协调及管理职责。

截至 2021 年底, 母公司资产总额 669.33 亿元, 较上年底增长 19.35%, 其中, 流动资产占 21.15%, 非流动资产占比 78.85%。从构成看,

流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和其他流动资产构成。截至 2021 年底，母公司资产占合并口径的 45.88%。

截至 2021 年底，母公司负债总额 210.96 亿元，较上年底增长 7.21%。其中，流动负债占 34.81%，非流动负债占 65.19%。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。截至 2021 年底，母公司负债占合并口径的 26.70%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 458.38 亿元，较上年底增长 25.91%。所有者权益中，资本公积合计 449.42 亿元，占所有者权益的 98.05%，所有者权益稳定性强。截至 2021 年底，母公司所有者权益占合并口径的 68.56%。

截至 2021 年底，母公司全部债务 122.13 亿元。其中，短期债务占 4.10%，长期债务占 95.90%；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.52%和 21.04%；母公司全部债务占合并口径的 22.06%。

2021 年，母公司营业总收入为 0.13 亿元，利润总额为-0.64 亿元。同期，母公司实现投资收益 1.48 亿元；母公司营业总收入及利润总额占合并口径的比例很小。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 145.56 亿元，投资活动现金流净额-110.39 亿元，筹资活动现金流净额-0.13 亿元。

十、外部支持

公司作为甘肃省公路项目建设、运营的重要主体，2021 年，在股权划转、资金拨款和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

股权划转

根据甘国资发资本〔2020〕236 号文，甘肃省国资委将交通规划设计院 20.47% 股权（3539.40 万股）无偿划转至公司，划转完成后，公司合计持有交通规划设计院 33.70% 股权，成为交通规划设计院第一大股东，相关股权转让登记于 2021 年 3 月完成。交通规划设计院业务涉及公路工程设计、市政道路、机电交安工程、

隧道工程设计及工程勘察等，于 2018 年在新三板上市。交通规划设计院股权划入使得公司工程服务业务进一步拓展。

政府建设补助资金

跟踪期内，公司继续获得甘肃省财政厅、甘肃省交通厅等部门针对高速公路、国省干线及相关业务的建设、管理等方面的支持。截至 2021 年底，公司资本公积较上年底增加 103.27 亿元，包括车购税补助 20.86 亿元和政府专项债 82.41 亿元。

其他政府补助资金

2021 年，公司收到政府可行性缺口补助等补助收入合计 2.82 亿元，计入“其他收益”。

十一、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券余额合计 94.00 亿元。除“20 甘交建可续期 01”外，均为普通优先债券。

表 17 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
*21 甘交 01	2024/08/23	10.00
*20 甘交 G1	2023/11/11	10.00
20 甘交建 MTN001BC (品种二)	2025/04/23	5.00
22 甘交建 MTN002 (革命老区)	2025/03/25	10.00
*20 甘交 01	2023/03/03	12.00
22 甘交建 MTN001	2025/01/14	5.00
21 甘交建 MTN001	2024/12/30	5.00
19 甘交建 MTN002	2024/09/03	10.00
19 甘交 01	2024/06/04	8.00
20 甘交建 MTN001BC (品种一)	2023/04/23	9.00
20 甘交建可续期 01	2023/01/14	10.00
合计	--	94.00

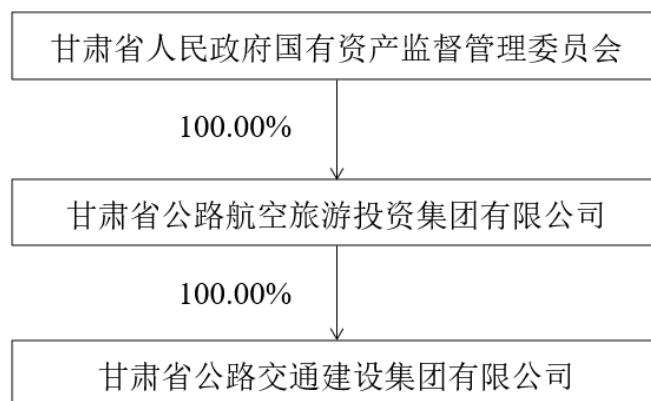
注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

十二、结论

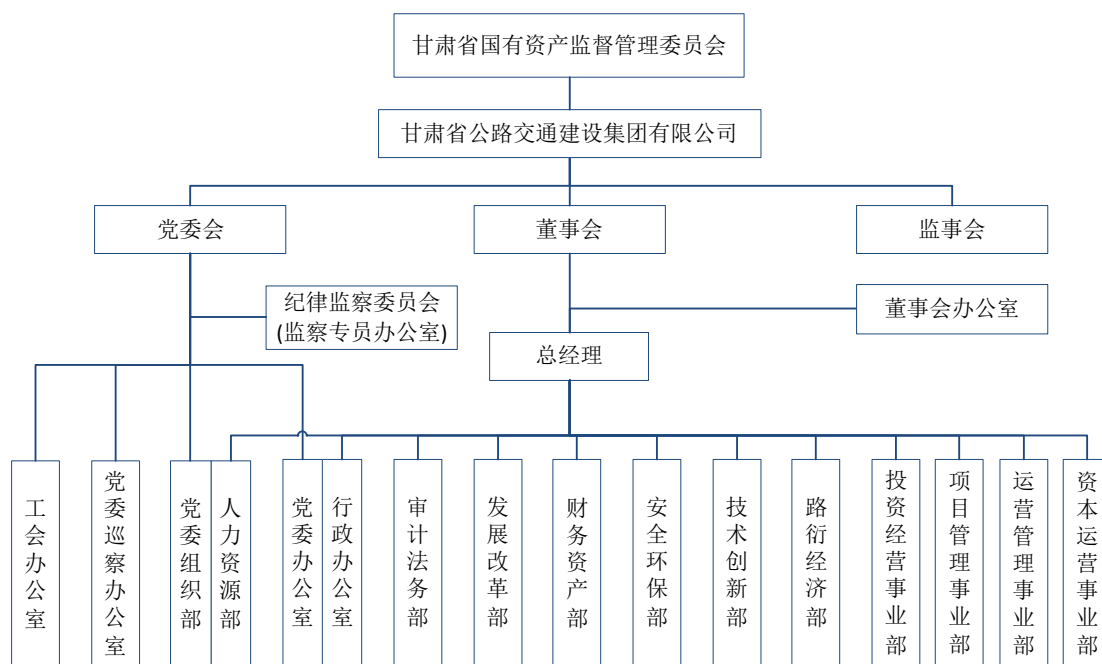
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 甘交 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



注：根据甘肃省国资委《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），公司修订《公司章程》，公司由甘肃省人民政府出资设立，公航旅集团作为持股主体，合并公司财务报表，享有国有资本收益权。在公航旅集团完成国有资本投资公司改革之前，实行过渡管理，甘肃省国资委依照《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，行使公司章程相关出资人职权

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围一级子公司情况

序号	公司名称	业务性质	成立日期	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
1	甘肃路桥建设集团有限公司	交通工程施工	1991/08/21	102574.62	97.49	同一控制下的企业合并
2	甘肃省交通科学研究院集团有限公司	工程和技术研究与试验发展	2005/10/25	10000.00	100.00	同一控制下的企业合并
3	甘肃交建投资基金管理有限公司	受托管理私募股权投资基金，项目投资及咨询	2016/03/22	3500.00	100.00	投资设立
4	甘肃省交通服务有限公司	咨询服务	1981/06/30	16207.66	100.00	同一控制下的企业合并
5	甘肃省交通物流发展集团有限公司	运输服务、物流辅助	1992/06/11	100000.00	100.00	同一控制下的企业合并
6	甘肃交建项目管理有限公司	项目管理	2018/06/15	50000.00	100.00	投资设立
7	甘肃省交通物资商贸集团有限公司	交通物资贸易	1990/06/30	100000.00	100.00	投资设立
8	甘肃敦当高速公路项目管理有限公司	项目管理	2016/06/07	466320.00	27.76	投资设立
9	甘肃彭大高速公路项目管理有限公司	项目管理	2016/06/12	241747.00	51.00	投资设立
10	甘肃金河高速公路项目管理有限公司	项目管理	2017/09/01	301570.00	4.85	投资设立
11	甘肃清河高速公路项目管理有限公司	项目管理	2017/09/01	700161.00	18.33	投资设立
12	甘肃省高速公路服务有限公司	省内高速公路经营性资产的经营管理、增值保值服务	2014/03/20	10000.00	100.00	无偿划转
13	甘肃省公路发展集团有限公司	公路建设、公路养护、建筑安装	2016/04/08	100000.00	100.00	无偿划转
14	甘肃二车高等级公路项目管理有限公司	项目管理	2017/12/06	204195.00	64.00	投资设立
15	甘肃瓜州桥湾交通物流有限公司	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	2019/09/04	500.00	100.00	投资设立
16	甘肃灵华高速公路项目管理有限公司	项目管理	2018/01/19	261320.00	30.97	投资设立
17	甘肃北仙高速公路项目管理有限公司	项目管理	2019/12/26	10000.00	100.00	投资设立
18	甘肃丝路邮驿（悬泉置）文化发展有限责任公司	文物及非物质文化遗产保护及开发	2019/11/13	5000.00	65.00	投资设立
19	八冶建设集团有限公司	工程施工	2002/03/28	120000.00	31.26	无偿划转
20	甘肃新发展投资集团有限公司	路衍经济	2020/07/06	100000.00	100.00	投资设立
21	甘肃新发展城市开发建设运营集团有限公司	城市开发	2000/01/29	100000.00	100.00	无偿划转
22	甘肃高庆高等级公路项目管理有限公司	项目管理	2021/03/05	10000.00	--	投资设立
23	甘肃省交通规划勘察设计院股份有限公司	工程咨询服务	2003/12/17	17288.00	33.71	无偿划转
24	甘肃新动能科创混改基金（有限合伙）	商务服务业	2020/10/26	50200.00	99.02	投资设立
25	甘肃公交建扶贫发展基金（有限合伙）	商务服务业	2018/09/10	1000.00	88.89	投资设立

26	甘肃公交建公路投资基金（有限合伙）	商务服务业	2019/03/01	635000.00	60.01	投资设立
27	宁波梅山保税港区交建敦当一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	商务服务业	2016/09/12	100200.00	100.00	投资设立

注：宁波梅山保税港区交建敦当一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）已注销备案
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	73.92	86.16	144.27
资产总额 (亿元)	822.25	1121.55	1458.74
所有者权益 (亿元)	367.47	537.81	668.61
短期债务 (亿元)	39.09	48.10	54.42
长期债务 (亿元)	310.91	399.31	499.12
全部债务 (亿元)	350.00	447.42	553.54
营业总收入 (亿元)	141.21	211.67	250.59
利润总额 (亿元)	6.22	7.21	11.43
EBITDA (亿元)	14.26	20.21	27.63
经营性净现金流 (亿元)	62.60	49.19	166.39
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.51	4.93	4.06
存货周转次数 (次)	3.63	3.68	2.72
总资产周转次数 (次)	0.18	0.22	0.19
现金收入比 (%)	108.21	71.40	90.92
营业利润率 (%)	12.36	11.26	14.26
总资本收益率 (%)	1.16	1.43	1.56
净资产收益率 (%)	1.29	1.04	1.29
长期债务资本化比率 (%)	45.83	42.61	42.74
全部债务资本化比率 (%)	48.78	45.41	45.29
资产负债率 (%)	55.31	52.05	54.17
流动比率 (%)	236.25	193.25	208.75
速动比率 (%)	203.03	157.21	165.83
经营现金流动负债比 (%)	52.90	28.53	75.21
现金短期债务比 (倍)	1.89	1.79	2.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.19	1.28	1.42
全部债务/EBITDA (倍)	24.54	22.13	20.03

注：1. 2019—2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将长期应付款中带息部分纳入长期债务核算；3. 存货周转率和速动比率均考虑了合同资产影响

资料来源：公司审计报告及公司提供资料

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	25.79	34.13	69.19
资产总额 (亿元)	466.88	560.82	669.33
所有者权益 (亿元)	261.38	364.05	458.38
短期债务 (亿元)	1.00	0.00	5.01
长期债务 (亿元)	120.36	113.80	117.12
全部债务 (亿元)	121.36	113.80	122.13
营业总收入 (亿元)	0.00	0.01	0.13
利润总额 (亿元)	0.50	0.72	-0.64
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	26.07	38.03	145.56
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	*	*	105.97
存货周转次数 (次)	0.29	*	*
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比 (%)	103.00	51.45	2.38
营业利润率 (%)	-52.81	70.09	98.73
总资本收益率 (%)	0.13	0.15	-0.11
净资产收益率 (%)	0.19	0.20	-0.14
长期债务资本化比率 (%)	31.53	23.82	20.35
全部债务资本化比率 (%)	31.71	23.82	21.04
资产负债率 (%)	44.02	35.09	31.52
流动比率 (%)	153.07	140.50	192.73
速动比率 (%)	153.07	140.50	192.73
经营现金流动负债比 (%)	78.43	63.30	198.22
现金短期债务比 (倍)	25.79	*	13.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：1. 2019—2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 母公司有息债务未经调整；3. 由于无法获取母公司折旧和摊销等数据，导致 EBITDA 及相关数据无法计算；4. “--”代表数据不适用；“/”代表数据未获取；“*”代表分母为 0

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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-合同资产) / 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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持