信用评级公告

联合〔2021〕6158 号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西宝汉高速公路建设管理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，确定维持陕西宝汉高速公路建设管理有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 宝汉高速 MTN001”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

二〇二一年七月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司
2021 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	上次评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
陕西省高速公路建设集团公司	AAApi	稳定	AAApi	稳定
20 宝汉高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

注：pi 表示主动评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级。主动评级的信用等级设置及其含义与主体长期信用等级的设置及含义一致

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
20 宝汉高速 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/04/24

评级时间：2021 年 7 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营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

评级观点

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司（以下简称“公司”）是国家高速公路银川至昆明（G85）陕西段（以下简称“银昆高速陕西段”或“宝汉高速”）的主要投资建设与运营主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，承建的高速公路均已完工，未来资金支出压力小。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司盈利能力弱、债务负担重等对公司信用状况带来的不利影响。

未来，随着与公司路产连接的银昆高速甘肃段（彭大高速公路）和宝鸡至坪坎高速公路建成通车，公司通行费收入有一定的增长空间。

陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕西高速集团”）为“20 宝汉高速 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评估，陕西高速集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，其担保可有效提升“20 宝汉高速 MTN001”的偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“20 宝汉高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，陕西省经济实力增强，高速公路项目投资有所增长，公司发展的外部环境良好。
2. **未来资金支出压力小。**跟踪期内，公司承建的高速公路均已完工，未来资金支出压力小。
3. **增信措施。**陕西高速集团为“20 宝汉高速 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“20 宝汉高速 MTN001”的偿付安全性。

关注

1. **盈利能力弱。**受疫情期间免通行费政策影响，2020 年公司营业收入有所下降；受利息费用化而非资本化，公司财务费用大幅增长，盈利指标进一步下降，公司盈利能力弱。
2. **债务负担重。**截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 249.21 亿元，全部债务资本化比率 80.35%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bb		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F6	现金流	盈利能力	6
			现金流量	4
			资产质量	4
		资本结构		5
		偿债能力		6
调整因素和理由				调整子级
外部支持				7
未来发展				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

分析师：崔 莹 赵晓敏
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

司营业收入有所下降；受利息费用化而非资本化，公司财务费用大幅增长，盈利指标进一步下降，公司盈利能力弱。

2. **债务负担重。**截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 249.21 亿元，全部债务资本化比率 80.35%。
3. **合并注销和债务承继事项。**未来，公司将并入陕西交通控股集团有限公司（以下简称“陕西交控集团”），公司将被注销。公司资产和债权债务由陕西交控集团承继，亦有利于保障“20 宝汉高速 MTN001”本息偿付的安全性。联合资信将持续关注合并注销事项的进展，以及后续的债务承继情况。

主要财务数据：

公司合并口径/母公司				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.93	1.89	1.99	0.62
资产总额（亿元）	295.89	308.24	312.00	313.77
所有者权益（亿元）	73.53	73.48	62.79	60.95
短期债务（亿元）	0.00	6.57	14.88	6.98
长期债务（亿元）	217.59	223.42	229.89	242.23
全部债务（亿元）	217.59	229.99	244.77	249.21
营业收入（亿元）	2.32	3.07	2.52	0.82
利润总额（亿元）	0.30	-0.05	-10.68	-1.84
EBITDA（亿元）	0.34	0.97	0.57	--
经营性净现金流（亿元）	0.17	-0.92	0.94	-0.35
营业利润率（%）	25.34	43.00	41.60	65.34
净资产收益率（%）	0.41	-0.06	-17.00	--
资产负债率（%）	75.15	76.16	79.88	80.58
全部债务资本化比率（%）	74.74	75.79	79.59	80.35
流动比率（%）	207.30	83.11	44.76	79.55
经营现金流动负债比（%）	3.69	-8.17	4.86	--
现金短期债务比（倍）	*	0.29	0.13	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.03	0.09	0.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	647.08	236.40	430.15	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. *代表数据无穷大或无穷小；3. 2021 年一季报未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宝汉高速 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/07/08	郝一哲 汪宜徽	收费公路运营企业信用评级方法 (V3.0.201907) 收费公路运营企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 宝汉高速 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/03/23	郝一哲 胡元杰	收费公路运营企业信用评级方法 (V3.0.201907)	阅读全文

						收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	

声　明

一、本报告引用的资料主要由陕西宝汉高速公路建设管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于陕西宝汉高速公路建设管理有限公司（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，公司股权结构、注册资本和实收资本均无变化。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 40.00 亿元，实收资本 23.35 亿元（股东计划于 2045 年 12 月 31 日前补足剩余出资款），陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕西高速集团”）为公司唯一股东，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）持有陕西高速集团 100%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围、组织架构无变化，仍无子公司。

截至 2020 年末，公司资产总额 312.00 亿元，所有者权益 62.79 亿元。2020 年，公司实现营业收入 2.52 亿元，利润总额-10.68 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 313.77 亿元，所有者权益 60.95 亿元。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.82 亿元，利润总额-1.84 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市碑林区长安北路 8 号；法定代表人：杨国强。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年5月末，公司由联合资信评级的存续债券为“20宝汉高速MTN001”，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

“20宝汉高速MTN001”由公司股东陕西高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

表 1　本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 宝汉高速 MTN001	5.00	5.00	2020/04/24	5 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同
2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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年 3 月末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应

量方面，截至 2021 年 3 月末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 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

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《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。

根据交通运输部发布的《2019－2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019－2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年末提高 0.12 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、云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。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，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，2015－2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。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，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。

表 3　2015－2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比（%）	绝对值	同比（%）
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重

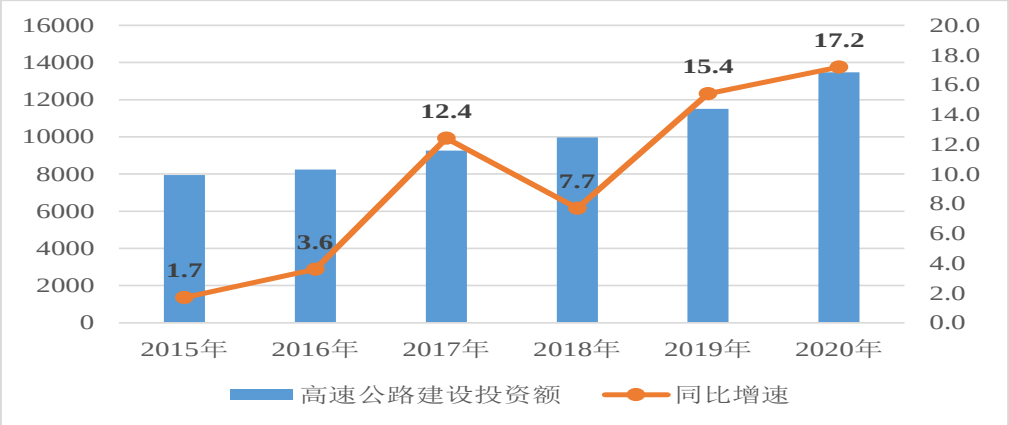
影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

（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。

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。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1　2015－2020 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行业发展统计公报整理

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%，其他债务占比为 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。2019 年，中国高速公路通行费总收入同比增长 7.40%，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 13.29%，通行费收支缺口扩大至 4673.94 亿元，较上年增加 816.63 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019 年占 78.12%。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　2015－2019 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
					绝对值	同比（%）
通行费收入（亿元）	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40
支出总额（亿元）	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07
偿还债务本金支出（亿元）	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45
收支缺口（亿元）	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	1.17	0.96	1.04	1.08	1.05	--

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

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9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的比较优势。

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年初，受新冠肺炎疫情影响，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）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。同时，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有所降低。

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。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020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。

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等政策以及债务化解方案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。

（4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021 年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

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。

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。2021 年 3 月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

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。

2. 区域经济环境

陕西省经济实力增强，高速公路项目投资有所增长，公司发展的外部环境良好。

根据《2020 年陕西省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，陕西省实现地区生产总值 26181.86 亿元，较上年增长 2.2%；固定资产投资较上年增长 3.6%。根据《陕西省 2020 年财政预算执行情况和 2021 年财政预算草案的报告》，2020 年陕西省一般公共预算收入为 2257.2 亿元，较上年下降 1.3%，主要系受新冠肺炎疫情、减税降费和经济下行等因素影响所致。其中税收收入 1752.1 亿元，较上年下降 5.1%。

根据陕西省交通运输厅数据，2020 年，陕西省完成交通固定资产投资 625.56 亿元。其中，高速公路项目完成投资 480.23 亿元，较上年有所增长。根据《陕西省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纲要》，陕西省将推进交通强省建设，到 2025 年全省综合运输通道基本建成，交通网络布局更加优化，高速公路通车里程突破 7000 公里，省际高速出口达 29 个以上。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 40.00 亿元，实收资本 23.35 亿元。

2. 企业规模和竞争力

公司建设和运营的路产是国家及省级高速公路网的主要组成部分，获得了中央及省级政府的资金支持，股东亦给予较大支持，未来通行费收入具有一定增长空间。

公司是银昆高速陕西段主要的投资建设与运营主体。银昆高速陕西段是国家高速公路网的主要组成部分，也是陕西省“2367”高速公

路网规划的三条南北纵线的组成部分。公司负责银昆高速陕西段中陕甘界至宝鸡段、坪坎至汉中段和汉中至陕川界段共 3 段高速公路建设和管理，总里程 252.77 公里。截至 2021 年 3 月末，公司负责的高速公路各路段建设项目均已完成，未来随着连接路段完工通车，公司通行费收入有一定增长空间。

公司下辖路产是国家高速公路网及省级高速公路网的主要组成部分，获得了中央及省级政府的资金支持。截至2021年3月末，公司收到国家专项建设资金和陕西省财政资金48.07亿元。此外，公司继续获得税费减免等支持。

公司股东陕西高速集团对公司借款提供保证担保，截至2020年末，提供保证担保借款规模为112.24亿元。陕西高速集团亦承担公司部分项目借款利息。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（建行版）（统一社会信用代码为91610000220536624T），截至 2021 年 2 月 26 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。

根据中国执行信息公开网，公司因（2020）陕 0402 执恢 285 号案件被列为被执行人，执行标的 1007.44 万元。根据公司提供的《陕西省咸阳市秦都区人民法院执行裁定书》，陕西中宁建设工程有限公司（以下简称“陕西中宁”）涉诉被执行，对应执行金额 1007.44 万元，而公司因项目原因收取陕西中宁的工程款和质保金，作为协助义务人，公司协助将工程款转至法院执行款专用账户。公司因项目尚未审计原因，未将工程质保金 262.50 万元转至法院执行款专用账户，因此秦都区人民法院冻结公司收取的工程质保金 262.50 万元，并将公司列为被执行人。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，董事会成员有变动，但整体影响不大。

跟踪期内，公司董事会成员有变更。董事崔文社和任恩旗辞职，由王志伟和杨永恒接任。

跟踪期内，公司对管理制度进行完善和补充，无重大变化。

八、重大事项

未来随着合并完成，公司并入陕西交通控股集团有限公司（以下简称“陕西交控集团”），公司将注销。公司资产和债权债务由陕西交控集团承继，亦有利于保障“20 宝汉高速 MTN001”本息偿付的安全性。联合资信将持续关注合并注销事项的进展，以及后续的债务承继情况。

2021 年 4 月 27 日，公司发布了《关于陕西宝汉高速公路建设管理有限公司母公司陕西省高速公路建设集团公司进行新设合并事项的公告》，根据 2021 年初陕西省人民政府出具的《陕西省人民政府关于组建陕西交通控股集团有限公司的批复》文件要求，以陕西高速集团、陕西省交通建设集团公司（以下简称“陕西交建集团”）和陕西省交通投资集团有限公司（现更名为“陕西交控产业发展集团有限公司”，以下简称“陕西交投集团”）为基础，新设合并组建陕西交控集团。合并完成后，陕西高速集团、陕西交建集团和陕西交投集团的企业资产、人员、债权债务由陕西交控集团承接。公司作为陕西高速集团的全资子公司，如本次新设合并最终完成，公司的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务将由陕西交控集团依法承继，公司注销。

陕西高速集团、陕西交建集团和陕西交投集团均为陕西省省级交通建设和运营主体，截至 2021 年 3 月末，陕西高速集团和陕西交建集团的资产总额分别为 2327.51 亿元和 3190.71 亿元，净资产分别为 809.34 亿元和 914.61 亿元。陕西交投未有公开财务数据，根据工商信息查询，截至 2021 年 3 月末，注册资本为 100.00 亿元。合并后，陕西交控集团将成为陕西省省级唯一的交通产业主体，行业地位显著。陕西交控集团承继公司的债务，亦有利于保障“20 宝汉高速 MTN001”本息偿付的安全性。

九、经营分析

1. 经营概况

受疫情期间高速公路免通行费政策影响，2020 年公司营业收入有所下降，毛利率变化不大。

跟踪期内，公司业务仍以高速公路建设和运营为主。2020 年，公司营业收入较上年下降 17.91%，主要系受疫情期间高速公路免通行费政策影响，公司通行费收入有所下降所致。其他业务收入包括加油站场地租金收入、管道租金收入、服务区经营收入、施工监管费收入和路政补偿收入等，整体规模不大。

毛利率方面，2020 年，公司通行费业务毛利率较上年下降 2.34 个百分点，导致公司综合毛利率略有下降，变化不大。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.82 亿元，较上年同期增长 356.12%，主要系上年同期受疫情期间免通行费政策影响较大所致；公司毛利率为 65.45%，较上年同期的-45.81%，由亏转盈。

表 5　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	3.06	99.72	46.08	2.49	98.83	43.74
其他业务收入	0.01	0.28	68.41	0.03	1.17	91.75
合计	**3.07**	**100.00**	**46.14**	**2.52**	**100.00**	**44.30**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 经营业务分析

（1）高速公路建设

跟踪期内，公司负责的高速公路各路段建设项目均已完工。

跟踪期内，公司仍主要负责银昆高速陕西段的建设和运营。银昆高速陕西段分为4段进行建设和管理，全部为政府还贷高速公路，公司承建其中的陕甘界至宝鸡段（分为一期工程陕甘界至陇县火烧寨段和二期工程陇县至宝鸡段）、坪坎至汉中段和汉中至陕川界段共3段高速公路，陕西交建集团承建宝鸡至坪坎段高速公路。项目资金方面，国家专项建设资金和陕西省财政资金约占项目总投资金额的25%，其他资金为公司自筹。截至2021年3月末，公司应收到的项目资本金为66.39亿元，已到位48.07亿元。

跟踪期内，公司主要在建路段为陕甘界至陇县火烧寨段，截至2021年3月末已完工。截至2021年3月末，陇县至宝鸡段和汉中至陕川界段项目已完成竣工验收，陕甘界至陇县火烧寨段、坪坎至汉中段已完工但尚未完成竣工验收。

截至2021年3月末，公司无拟建项目。

表 6　截至 2021 年 3 月末公司承建高速公路项目进展情况（单位：公里、米、%、亿元）

项目名称		开工时间	建设里程	路基宽度	桥隧比	预计总投资额	已投资额
陕甘界至宝鸡段	陕甘界至陇县火烧寨段	2016/09	5.89	25.50	22.00	2.88	3.05
	陇县至宝鸡段	2009/04	104.94	25.50	10.00	63.00	97.55
坪坎至汉中段		2014/07	88.17	32.00	86.00	147.89	143.09
汉中至陕川界段		2009/09	53.77	26.00	42.40	51.80	75.77
合计		--	**252.77**	--	--	**265.57**	**319.46**

注：坪坎至汉中段和汉中至陕川界段项目在实际建设过程预计总投资额有所调整，与可研报告中的总投资额不一致，截至 2021 年 3 月末已投资额大于项目可研报告中的概算总投资额；项目存在已投资额超过预计总投资额情况，主要系前期征拆成本增加和因未完工决算融资利息不断资本化所致

资料来源：公司提供

（2）高速公路运营

受疫情期间免通行费政策影响，2020 年公司通行费收入有所下降，单公里收益水平低。未来随着连接路段完工通车，公司通行费收入有一定的增长空间。

跟踪期内，公司无新增运营路段。截至2021

年3月末，公司拥有运营路段仍为3个，累计通车里程244.74公里。陕甘界至陇县火烧寨段已完工，但因连接的银昆高速甘肃段（彭大高速公路）尚未通车，仍为断头路，未实现通行费收入。

跟踪期内，公司各路段收费标准无变化。公司收费政策按照《公路法》《收费管理条例》执行，通行费资金流转程序采取“收支两条线”管理机制，即通行费收入每日上缴至陕西省高速公路收费管理中心，后者按月上缴至陕西省财政厅，在次月扣除3%的水利建设基金和5%的撤站还贷平衡基金后返还至股东陕西高速集团，再由陕西高速集团返还至公司，公司按照实际收到的通行费返还金额确认当期营业收入；成本支出主要为通车路段养护及维修支出、路政管理支出和收费人员薪酬。

2020年，受疫情期间高速公路免通行费政策影响，公司通行费收入较上年有所下降；公司运营路产单公里收益为101.83万元，单公里收益水平低。

与公司运营的高速公路项目相连接的银昆高速四川段（巴陕高速公路）已全线通车，跟踪期内，银昆高速甘肃段（彭大高速公路）和宝鸡至坪坎高速公路处于建设推进状态。银昆高速甘肃段（彭大高速公路）于2021年6月末交工验收，将于2021年7月9日试运营；宝鸡至坪坎高速公路预计将于2021年10月末完工通车。公司运营的高速公路中，坪坎至汉中段、汉中至陕川界段与银昆高速四川段（巴陕高速公路）连通，南向已接入主干线路网。陇县至宝鸡段因秦岭隧道（宝鸡至坪坎高速公路路段）及银昆高速甘肃段（彭大高速公路）尚未通车，无法接入主干线路网，车流量受到较大影响。未来随着上述路段的通车，公司通行费收入有一定的增长空间。

表 7　公司高速公路车流量及通行费收入情况（单位：公里、万辆、亿元）

项目	通车里程	通车时间	收费期限	2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
				车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入
汉中至陕川界段	53.77	2015/09	20 年	318.60	1.90	151.11	1.57	41.37	0.51
坪坎至汉中段	86.03	2017/12	20 年						
陇县至宝鸡段	104.94	2020/10	20 年	208.77	1.16	190.00	0.92	51.45	0.25
合计	**244.74**	--	--	**527.37**	**3.06**	**341.11**	**2.49**	**92.82**	**0.76**

注：坪坎至汉中段坪坎收费站以北部分约 2.14 公里路段未通车
资料来源：公司提供

根据陕西省人民政府办公厅 2014 年 6 月 6 日《陕西省人民政府专项问题会议纪要》（第 51 次），公司公路资产不计提折旧。

公司高速公路日常养护和小修由下属分公司负责实施，中修及大修工程由项目管理处负责实施。受高速公路维护存在一定周期性影响，2020年公司高速公路养护成本较上年有所下降。

表8　公司高速公路维修养护成本情况（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
小修保养	1227.31	981.95	191.72
大、中修工程	2185.06	725.28	38.15
合计	**3412.37**	**1707.23**	**229.87**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围无变化，仍无子公司；无会计政策变更和会计估计变更。重要前期差错更正方面，公司将以前年度（2015—2019 年）建设项目不符合资本化条件的借款利息 3.94 亿元通过其他应收款核算，由陕西高速集团承担。根据 2017 年 4 月 26 日陕西省交通运输厅陕交函〔2017〕483 号的相关规定，公司将该部分利息调整为由陕西省交通运输厅承担，并按照账龄计提坏账，导致 2019 年调增坏账准备-其他应收款 0.13 亿元，调增资产减值损失

0.13 亿元，调减净利润 0.13 亿元。总体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模变化不大，仍以非流动资产为主，主要为公路资产，整体资产质量一般。

截至 2020 年末，公司资产总额较年初变化不大，资产结构仍以非流动资产为主，流动资产占比很小。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**9.37**	**3.04**	**8.62**	**2.76**	**8.38**	**2.67**
货币资金	1.89	0.61	1.99	0.64	0.62	0.20
其他应收款	6.28	2.04	6.04	1.94	6.57	2.09
非流动资产	**298.87**	**96.96**	**303.38**	**97.24**	**305.39**	**97.33**
固定资产	94.95	30.80	303.37	97.23	305.20	97.27
在建工程	203.91	66.15	0.00	0.00	0.19	0.06
资产总额	**308.24**	**100.00**	**312.00**	**100.00**	**313.77**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较年初变化不大，货币资金和其他应收款规模亦变化不大。货币资金中受限制部分为 262.50 万元，系公司收取的陕西中宁质保金，因陕西中宁涉诉而被司法冻结。其他应收款主要为应由陕西高速集团、陕西省交通运输厅及陕西交建集团承担的项目借款利息，账龄集中在 1~3 年；截至 2020 年末公司其他应收款累计计提坏账准备 0.38 亿元。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初变化不大。其中，随着公司在建高速公路项目完工，由在建工程转至固定资产，固定资产账面价值大幅增长。公司固定资产主要为公路资产（占 99.89%），由于公司公路资产不计提折旧，公司固定资产计提折旧规模较小。截至 2020 年末，公司固定资产累计计提折旧 0.20 亿元，固定资产成新率 99.91%，成新率高。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产为 262.50 万元，均为货币资金，资产受限比例低。

截至 2021 年 3 月末，公司资产规模和构成较年初变化不大。

3. 资本结构

公司所有者权益规模持续下降，权益稳定性较弱。

截至 2020 年末，公司所有者权益为 62.79 亿元，较年初下降 14.56%，主要系 2020 年公司受利息费用化而非资本化影响，大幅亏损，未分配利润转负所致；全部为归属于母公司所有者权益，主要由实收资本 23.35 亿元和资本公积 48.19 亿元构成。考虑到公司未来利息费用化规模仍较大，未分配利润亏损将扩大，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益为 60.95 亿元，较年初下降 2.93%，主要系持续亏损所致。

公司债务规模有所增长，仍以长期债务为主，公司整体债务负担重。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 6.16%，主要系公司发行“20 宝汉高速 MTN001”和“20 宝汉高速 PPN001”所致。公司负债结构仍以非流动负债为主，流动负债占比较小。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

流动负债	**11.28**	**4.80**	**19.26**	**7.73**	**10.53**	**4.17**
应付账款	4.55	1.94	3.58	1.43	2.90	1.15
一年内到期的非流动负债	6.57	2.80	14.88	5.97	6.98	2.76
非流动负债	**223.48**	**95.20**	**229.95**	**92.27**	**242.29**	**95.83**
长期借款	223.42	95.17	219.94	88.26	232.28	91.87
应付债券	0.00	0.00	9.95	3.99	9.95	3.94
负债总额	**234.76**	**100.00**	**249.21**	**100.00**	**252.82**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 70.80%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司应付账款较年初下降 21.34%，主要为公司收取的项目质保金。一年内到期的非流动负债较年初增长 126.34%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初变动不大，其中长期借款规模有所下降，新增应付债券 9.95 亿元。公司长期借款（含一年内到期部分）由保证借款 112.24 亿元和信用借款 122.58 亿元构成；保证借款的保证单位均为陕西高速集团，利率区间为 4.41%~5.50%，借款期限较长，到期日主要在 2029~2035 年之间；信用借款的利率区间为 4.41%~6.60%，整体期限较长，2022 年到期借款规模 4.50 亿元，2025 年到期借款规模 7.71 亿元，2027 年到期借款规模 21.16 亿元，其余均为 2029 年及以后到期。

截至 2020 年末，公司新增应付债券，系公司发行“20 宝汉高速 MTN001”和 20 宝汉高速 PPN001，合计发行规模 10.00 亿元所致。

截至 2020 年末，公司全部债务 244.77 亿元，较年初增长 6.42%，仍以长期债务为主（占 93.92%）。截至 2020 年末，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 79.88%、79.59%和 78.55%，较年初分别增加 3.72 个百分点、3.80 个百分点和 3.30 个百分点，公司整体债务负担重。

截至 2021 年 3 月末，公司负债规模和结构较年初变化不大，全部债务为 249.21 亿元，债务规模和债务负担较年初变化不大。

4. 盈利能力

受疫情期间免通行费政策影响，2020 年公司营业收入有所下降；受利息费用化而非资本化影响，公司亏损扩大，盈利指标进一步下降，公司盈利能力弱。

受疫情期间免通行费政策影响，2020 年公司营业收入较上年下降 17.91%。受财务费用大幅增长影响，公司利润总额仍为亏损，且亏损规模扩大。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	3.07	2.52	0.82
营业成本	1.65	1.40	0.28
费用总额	1.25	11.47	2.37
其中：管理费用	0.29	0.30	0.07
财务费用	0.96	11.18	2.30
利润总额	-0.05	-10.68	-1.84
营业利润率	43.00	41.60	65.34
总资本收益率	0.31	0.17	--
净资产收益率	-0.06	-17.00	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2020 年，公司期间费用由上年的 1.25 亿元大幅增至 11.47 亿元，主要系贷款利息由资本化转为费用化所致。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为由上年的 40.67%大幅增至 455.08%。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率和总资本收益率较上年均有所下降，净资产收益率仍为负且大幅下降。公司盈利能力弱。

2021 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期增长 356.12%，主要系上年同期受疫情免通行费政策影响较大所致。同期，受财务费用大幅增长影响，公司利润总额较上年同期由盈转亏。

5. 现金流分析

受往来款减少影响，2020 年公司经营活动现金流由净流出转为净流入；公司收入实现质量有所提升。受高速公路建设推进影响，公司投资活动现金流持续净流出。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	4.89	3.77	0.25
经营活动现金流出小计	5.82	2.84	0.60
经营活动现金净流量	**-0.92**	**0.94**	**-0.35**
投资活动现金流入小计	0.18	0.02	1.12
投资活动现金流出小计	4.49	4.69	3.69
投资活动现金净流量	**-4.31**	**-4.67**	**-2.57**
筹资活动现金流入小计	24.19	27.43	7.90
筹资活动现金流出小计	20.99	23.62	6.33
筹资活动现金净流量	**3.20**	**3.81**	**1.57**
现金收入比	**81.31**	**100.89**	**0.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动看，2020 年，公司经营活动产生的现金流入流出量较上年均有所下降，主要系往来款减少所致，经营活动现金流净额由净流出转为净流入。其中，销售商品、提供劳务收到的现金较上年变化不大。从收入实现质量看，2020 年公司现金收入比较上年增加 19.58 个百分点，收入实现质量有所提升。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流入规模仍较小；公司投资活动现金流出量较上年变化不大，主要系在建高速公路建设推进所致。2020 年，公司投资活动现金流仍为净流出。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流入和流出量较上年分别增长 13.40%和 12.54%，主要系公司融资及债务到期偿还所致。同期，公司筹资活动现金流仍为净流入。

2021 年 1－3 月，受通行费回款存在一定时间差异影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出；投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金流仍为净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力弱。考虑到公司获得了中央及省级政府的资金支持，股东亦给予较大支持，未来通行费收入具有一定增长空间，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司流动比率和速动比率较年初有所上升，现金短期债务比较年初有所下降。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 0.57 亿元，较上年下降 41.51%。2020 年，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障程度均有所下降。整体看，公司长期偿债能力弱。

表 13 公司偿债能力情况（单位：%、倍）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
短期偿债能力指标			
流动比率	83.11	44.76	79.55
速动比率	83.10	44.75	79.53
现金短期债务比	0.29	0.13	0.09
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.09	0.05	--
全部债务/EBITDA	236.40	430.15	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 319.10 亿元，其中未使用授信额度 9.29 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

十一、 债券偿还能力分析

1. 债券偿还能力分析

公司无一年内到期债券，存续债券集中兑付峰值出现在 2023 年和 2025 年，经营活动现金流和 EBITDA 对其覆盖程度一般。

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券余额为 10.00 亿元，公司无一年内到期债券。公司存续债券集中兑付峰值出现在 2023 年和 2025 年，公司需于当年兑付 5.00 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 0.75 倍、0.19 倍和 0.11 倍。

表14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	金额/保障情况
本年度剩余到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
2021 年 3 月末现金类资产/一年内到期债券余额	*
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.75
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

注：*代表数据无穷大或无穷小
资料来源：联合资信整理

2．担保方担保能力分析

陕西高速集团整体实力很强，其担保有效提升了“20 宝汉高速 MTN001”偿付的安全性。

根据陕西高速集团出具的《担保函》，陕西高速集团为“20 宝汉高速 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括“20 宝汉高速 MTN001”的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为“20 宝汉高速 MTN001”存续期及其到期之日起二年。

陕西高速集团成立于 1996 年 9 月，是陕西省国资委出资设立并委托陕西省交通运输厅实际管理的大型国有独资企业。截至 2021 年 3 月底，陕西高速集团注册资本及实收资本均为 100.00 亿元，陕西省国资委是公司的唯一股东和实际控制人。陕西高速集团是陕西省主要的高速公路项目建设、投融资和运营主体之一，持续获得国家交通运输部和陕西省交通运输厅在资本金拨付、非经营性资产变现、车购税补助等方面的大力支持。

陕西高速集团的主要业务包括高速公路运营业务和公路施工、公路监理及检测等配套业务，通行费收入是陕西高速集团主要的收入来源。2020 年，陕西高速集团实现营业总收入 102.39 亿元，其中公路运营收入 74.60 亿元，较上年有所下降，主要系受疫情期间免收通行费政策影响所致。

截至 2021 年 3 月末，陕西高速集团运营管理高速公路总里程约为 2694.34 公里，占陕西省高速公路通车总里程的 43.66%，所管理的高速公路均纳入了“国家高速公路网”和陕西省“两环六辐射三纵七横高速公路网”框架，竞争实力极强。

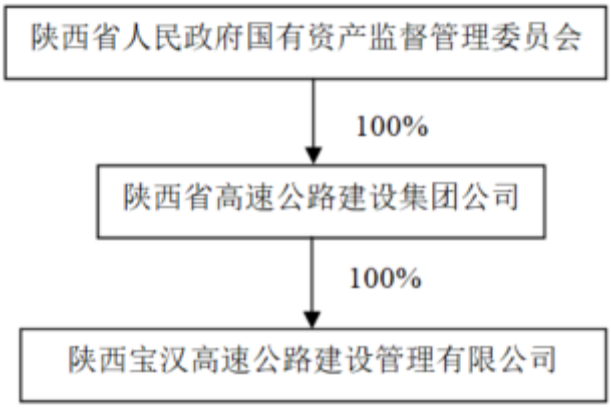
2020 年，陕西高速集团 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 51.09 亿元、98.67 亿元和 30.94 亿元，分别为“20 宝汉高速 MTN001”待偿余额的 10.22 倍、19.73 倍和 6.19 倍，陕西高速集团经营活动现金流和 EBITDA 对“20 宝汉高速 MTN001”的保障程度极强。

经联合资信评定，陕西高速集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其担保能有效提升“20 宝汉高速 MTN001”本息偿付的安全性。

十二、 结论

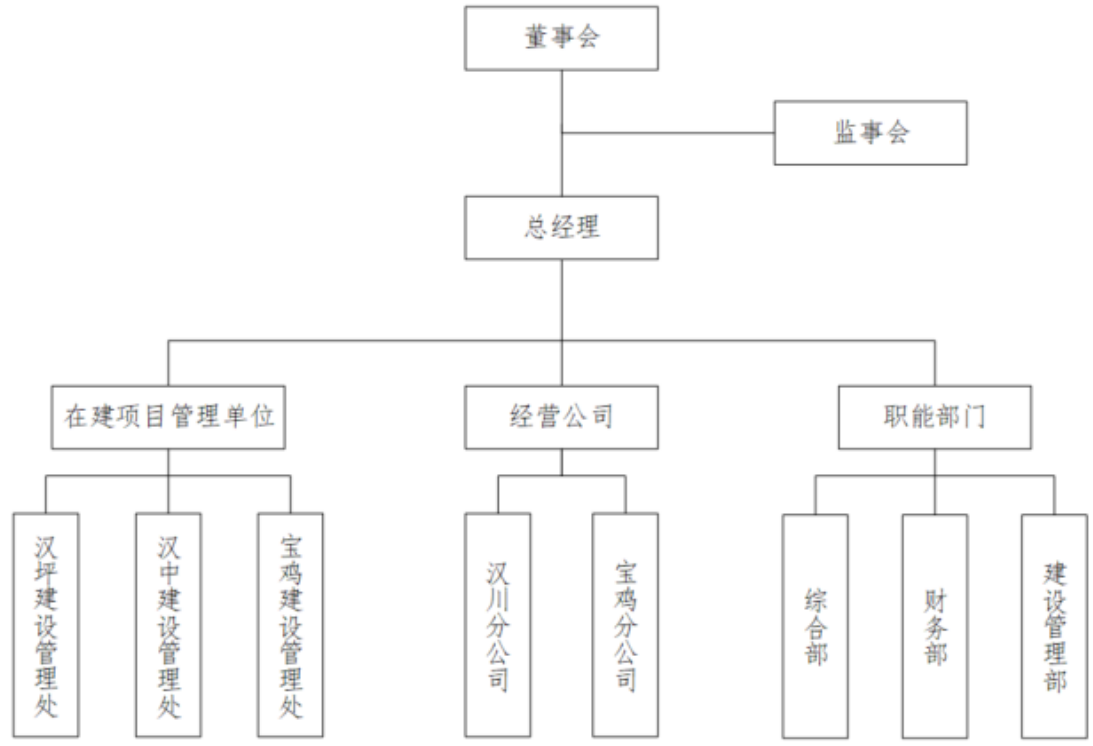
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“20宝汉高速MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末陕西宝汉高速公路建设管理有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末陕西宝汉高速公路建设管理有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.93	1.89	1.99	0.62
资产总额（亿元）	295.89	308.24	312.00	313.77
所有者权益（亿元）	73.53	73.48	62.79	60.95
短期债务（亿元）	0.00	6.57	14.88	6.98
长期债务（亿元）	217.59	223.42	229.89	242.23
全部债务（亿元）	217.59	229.99	244.77	249.21
营业收入（亿元）	2.32	3.07	2.52	0.82
利润总额（亿元）	0.30	-0.05	-10.68	-1.84
EBITDA（亿元）	0.34	0.97	0.57	--
经营性净现金流（亿元）	0.17	-0.92	0.94	-0.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.93	8.72	6.05	--
存货周转次数（次）	2880.56	1305.41	904.75	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	91.59	81.31	100.89	0.00
营业利润率（%）	25.34	43.00	41.60	65.34
总资本收益率（%）	0.10	0.31	0.17	--
净资产收益率（%）	0.41	-0.06	-17.00	--
长期债务资本化比率（%）	74.74	75.25	78.55	79.90
全部债务资本化比率（%）	74.74	75.79	79.59	80.35
资产负债率（%）	75.15	76.16	79.88	80.58
流动比率（%）	207.30	83.11	44.76	79.55
速动比率（%）	207.28	83.10	44.75	79.53
经营现金流动负债比（%）	3.69	-8.17	4.86	--
现金短期债务比（倍）	*	0.29	0.13	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	0.03	0.09	0.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	647.08	236.40	430.15	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. *代表数据无穷大或无穷小；3. 2021 年一季报未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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-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

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 4-4　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

权利与免责声明

1．本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2．本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3．联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4．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。

5．联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6．任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。