

信用等级公告

联合〔2020〕643号

联合资信评估有限公司通过对陕西宝汉高速公路建设管理有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定陕西宝汉高速公路建设管理有限公司的主体长期信用等级为AA,陕西宝汉高速公路建设管理有限公司2020年度第一期中期票据的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月二十三日



陕西宝汉高速公路建设管理有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA_{pi}

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 5 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 3 月 23 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（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	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	2		
			经营分析	5		
财务风险	F5	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	6		
			现金流量	4		
		资本结构		4		
		偿债能力		5		
调整因素和理由					调整子级	
政府支持					3	
股东支持					3	
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

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”）是政府还贷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。近年来，陕西省经济持续发展，财政实力不断增强，公司在资本金注入和税费减免等方面获得国家及陕西省各级政府的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司债务负担重、盈利能力弱、存在一定的对外筹资压力以及高速公路运营业务受新冠病毒疫情影响较大等可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来，陕西省规划建成“2367”高速公路网框架，有望在 2021 年底实现银昆高速陕西段全线贯通，随着银昆高速陕西省内及邻省路段相继建成通车，以及公司已通车路段车流量持续培育，公司通行费收入有望显著增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据由陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“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，经联合资信评估，陕西高速集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，其担保可有效提升本期中期票据偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，陕西省经济持续发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2018 年，陕西省实现地区生产总值 24438.32 亿元，较 2017 年增长 8.3%；完成一般公共预算收入 2243.1 亿元，较 2017 年增长 11.8%。
2. 公司是政府还贷国家高速公路银昆高速陕西段的主要投资建设与运营主体，持续得到政府及股东在资本金注入和税费减免等方面的大力支持。
3. 2018 年，坪坎至汉中段建成通车，公司通行费收入明显增长，2021 年底有望实现银昆高速陕西段全线贯通，

分析师：郝一哲 胡元杰

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

未来公司收入增长性较好。

4. 陕西高速集团为本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据偿付的安全性。

关注

1. 公司资产以高速公路项目建设投资为主，资产流动性较弱。
2. 公司债务规模持续增长，债务负担重，未来存在一定的筹资压力。
3. 由于宝汉高速部分路段衔接工程尚未完工，公司通行费收入规模较小，公司盈利能力弱。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的保障程度弱。
5. 受新型冠状病毒肺炎疫情影响，收费公路免收通行费时间大幅延长，相关补偿措施尚未明确，短期内或对公司高速公路运营形成冲击。

主要财务数据：

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	8.73	4.10	3.93	7.87
资产总额（亿元）	245.98	280.31	295.89	311.17
所有者权益（亿元）	72.28	72.38	73.53	74.65
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	164.35	199.18	217.59	232.39
全部债务（亿元）	164.35	199.18	217.59	232.39
营业收入（亿元）	1.24	1.23	2.32	2.30
利润总额（亿元）	0.11	0.10	0.30	1.14
EBITDA（亿元）	0.12	0.12	0.34	--
经营性净现金流（亿元）	-0.22	-0.17	0.17	0.77
现金收入比（%）	88.07	98.71	91.59	78.79
营业利润率（%）	22.41	27.45	25.34	59.40
净资产收益率（%）	0.15	0.14	0.41	--
资产负债率（%）	70.62	74.18	75.15	76.01
全部债务资本化比率（%）	69.45	73.35	74.74	75.69
流动比率（%）	169.04	121.17	207.30	323.84
速动比率（%）	169.03	121.17	207.28	323.84
经营现金流动负债比（%）	-2.34	-1.96	3.69	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.02	0.01	0.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	1350.05	1611.37	647.08	--

注：2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2018.9.13	张依、郝一哲	高速公路行业信用评级方法（2017年）	--

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司（以下简称“公司”）是经陕西省交通运输厅（以下简称“陕西省交通厅”）陕交发〔2008〕168号文批准，于2008年在原长安航空实业公司基础上成立，初始注册资本10亿元，实收资本2亿元，陕西省交通厅为唯一股东。2010年，陕西省交通厅陆续缴纳对公司的出资款8亿元。2014年，根据陕西省交通厅出具的陕交函〔2014〕297号文，公司股东由陕西省交通厅变更为陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕西高速集团”）。2015年，公司股东陕西高速集团对公司实施增资，公司注册资本增至40亿元。截至2019年9月底，公司注册资本40亿元，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），陕西高速集团为公司唯一股东，公司实际控制人为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”）。

公司经营范围：高速公路项目的建设、养护管理、收费、资本运营和配套开发服务；公路工程项目投资咨询与评估；公路工程技术咨询、监理、检验检测；公路绿化；交通工程；公路养护机械设备的租赁；公路运输与汽车维修；公路服务区经营；中介服务和广告。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年9月底，公司本部设综合部、财务部和建设管理部等3个职能部门，下辖汉川分公司和宝鸡分公司等2家分公司及汉坪建设管理处、汉中建设管理处和宝鸡建设管理处等3个建设管理处。

截至2018年底，公司资产总额295.89亿元，所有者权益73.53亿元；2018年，公司实现营业收入2.32亿元，利润总额0.30亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额311.17亿元，所有者权益74.65亿元；2019年1—9月，公司实现营业收入2.30亿元，利润总额1.14亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2019年5月注册了总额度为5亿元中期票据（中市协注〔2019〕MTN353号），本期计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模不超过5亿元，期限为5年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金用于偿还有息债务。

本期中期票据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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据
(单位：万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1

规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. 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，GDP 为不变价规模
资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点；工业企业利润总额

累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长 3.5%。2019 年 12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节,保证经济运行在合理区间。财政方面,一是实施大规模降税降费,落实个税改革政策,进一步结构性下调增值税税率,全年减税降费目标 2 万亿元;二是大幅扩大地方政府专项债券规模,为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面,一是降低金融机构存款准备金率,其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点,释放长期流动性约 2.3 万亿元,为市场注入了适度充裕的流动性;同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率,加强对中小微企业的信贷支持,“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成;二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施,开启了 10 多年来新的降息进程,实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点,引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面,主要是继续优化营商环境,扩大对外开放,深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行,中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下,2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面,春节是传统的消费高峰期,包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等,而今年因为防范疫情,绝大部分人群居家隔离无法外出消费,网购由于配送问题亦大幅减少,消费数据大幅回落。投资方面,由于隔离限制与人口流动限制,大量工人(尤其是农民工)返城问题突出,生产活动无法进行,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面,虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施,但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级,限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫,必将在短期内加速中国经济下行,长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响,通货膨胀和失业压

力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延,药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升,必然推高一季度 CPI,通胀压力进一步增加;另一方面,由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降,将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期,延缓企业复工复产,又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力,对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为,对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元(其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元),合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元,财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日,财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》,提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款,在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上,中央财政按央行再贷款利率的 50%给予贴息。2 月中下旬以来,财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部,陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施,大幅度减轻企业负担,支持企业复工复产,稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本,支持企业降低疫情影响,度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此次全面降准,释放长期资金约 8000 多亿元,有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来,央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率,2 月 20 日 LPR 报价下调,其中 1 年期报价 4.05%,下调 10bp,5 年期报价 4.75%,下调 5bp,信贷市场利率全面下行。同时,2 月开市的前两天内(2 月 3—4 日),在无逆回购到期的情况下,央行逆回购投放资金 1.7 万亿元,保持了市场流动性合理充

裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域环境

1. 高速公路行业分析

高速公路建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。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。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长

7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2018年底，全国高速公路累计债务余额56913.60亿元，同比增长7.70%；其中银行贷款余额占比83.90%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；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，公路货运指标保持较为稳

健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2018年，中国高速公路实现通行费总收入5552.40亿元，同比增长8.20%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额9621.80亿元，同比增长5.10%；通行费收支缺口4069.40亿元，比上年增加42.90亿元，收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周

期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求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。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

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。免费政策旨在服务疫情防控工作，促进企业复工复产，有助于保障宏观经济长远发展，但对收费公路企业短期现金

流负面冲击较大，加大了相关企业资金周转压力。新冠病毒疫情对收费公路行业后续影响程度取决于疫情持续时间、免费政策补偿措施以及宏观经济恢复情况。

2. 区域经济环境

公司是银川至昆明国家高速公路（G85）陕西段（以下简称“银昆高速陕西段”或“宝汉高速”）的主要建设与运营主体，其经营发展和融资能力直接受陕西省经济发展和交通运输状况等区域环境因素影响。近年来，陕西省经济持续发展，交通网络不断优化，财政实力逐步增强，公司发展的外部环境良好。

陕西省，简称“陕”，位于中国内陆腹地，东部与山西省、河南省相邻，南部与四川省、重庆市、湖北省相连，西部接壤宁夏回族自治区、甘肃省，北部毗邻内蒙古自治区。陕西省下辖1个副省级城市（西安市）和9个地级市，省会为西安市。

近年来，陕西省经济保持平稳较快发展，地区生产总值逐年提升，产业结构日趋合理，人均可支配收入快速增长。根据2016—2018年《陕西省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，陕西省分别实现地区生产总值19165.39亿元、21898.81亿元和24438.32亿元，按可比价格计算，增速分别为7.6%、8.0%和8.3%。2018年，陕西省第一产业增加值1830.19亿元，较上年增长3.2%；第二产业增加值12157.48亿元，较上年增长8.7%；第三产业增加值10450.65亿元，较上年增长8.8%；三次产业结构由2016年的8.8:49.0:42.2调整为2018年的7.5:49.7:42.8。2018年，陕西省人均地区生产总值达到63477元，较上年增长7.5%。2018年，陕西省城镇居民人均可支配收入33319元，较上年增长8.1%；农村居民人均可支配收入11213元，较上年增长9.2%。根据陕西省统计局数据，2019年1—9月，陕西省实现地区生产总值18319.64亿元，同比增长5.8%，其中，第一产业增加值1033.29亿元，同比增长3.9%；

第二产业增加值8801.17亿元，同比增长5.3%；第三产业增加值8485.18亿元，同比增长6.6%。

从固定资产投资情况来看，2018年，陕西省固定资产投资比上年增长10.2%。其中，民间固定资产投资比上年增长22.3%，基础设施投资比上年增长3.5%，高技术产业投资比上年增长18.2%，文化产业投资比上年增长29.7%。根据陕西省统计局数据，2019年1—9月，陕西省固定资产投资同比增长1.0%。根据陕西省交通运输厅数据，2019年，陕西省完成交通固定资产投资774.8亿元，同比增长11.3%。其中，高速公路项目完成投资430.1亿元，同比增长33.6%。

根据《陕西省财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2017—2019年，陕西省地方一般公共预算收入分别为2006.4亿元、2243.1亿元和2287.7亿元；2019年，陕西省税收收入完成1846亿元，较上年增长4%；非税收入完成441.8亿元，较上年下降5.8%，税收收入占一般公共预算收入比重80.69%。2019年，陕西省完成政府性基金收入1859.6亿元，较上年增长27%。截至2019年底，陕西省政府债务余额6532.5亿元，其中一般债务3680.1亿元，专项债务2852.4亿元。

交通运输领域，在“十三五”期间，陕西省综合交通运输体系布局为“一核多极”，即西安为核心，榆林、延安等区域中心为放射极的枢纽功能体系，构建“三纵六横八放射”的交通框架，实施“586”行动，即投入资金5000亿元，重点实施公路发展强化、运输服务提升等8大工程，实现县县通高速、重点镇通二级公路等6通目标。2019年以来，陕西省提出加快建设“枢纽交通、综合交通、人民满意交通”的发展思路，编制完成《交通强国建设陕西行动方案》，统筹推进“十四五”规划和综合立体交通网规划纲要编制。京昆高速蒲城至涝峪改扩建、吴起至华池等6条高速公路、G307靖边东坑至彭滩等干线公路和红色旅游路取得可研批复，沿黄公路、西安大环高速公路等初步纳

入国家公路网规划。2019年12月，陕西省入选交通强国建设第二批试点省份。

五、基础素质分析

公司是银昆高速陕西段主要的投资建设与运营主体，公司下辖路产是国家及省级高速公路网的主要组成部分，未来通行费收入具有一定增长潜力，同时，公司持续获得陕西省政府和股东陕西高速集团在资本金注入、税费减免以及车辆购置税补助等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至2019年9月底，公司注册资本40.00亿元，实收资本23.35亿元，公司唯一股东为陕西高速集团，公司实际控制人为陕西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

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，其中通车里程244.74公里。剩余的断头路建设工程被列入陕西省“十三五”规划重点公路工程。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，未来通行费收入具有一定增长潜力。

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司高级管理人员3人，其中公司董事长代行总经理职责。

杨国强先生，1968年生，中共党员，高级工程师；历任陕西省高等级公路管理局西宝处兴平收费站站长，西宝处基建办主任，西宝处技术科副科长，西宝分公司三桥管理所党支部书记、所长，西宝分公司党委委员、副经理，

陕西高速集团西渭分公司党委委员、副经理，陕西高速集团安康西管理处党委书记、处长，陕西高速集团白泉分公司党委副书记、经理，公司副总经理、汉坪管理处处长；现任公司党委书记、董事长、汉坪管理处处长。

刘亚军先生，1974年生，中共党员，本科学历，高级工程师；历任延安公路局黄陵公路段技术员、业内组长、监理员、总监办中心实验室主任，延安公路局黄龙段副段长，延安通圣公路工程公司工程科科长，210国道整治及文明路创建工作项目组长，延川公路段支部书记，公司汉中处筹备组成员，汉中建设管理处副处长；现任公司副总经理。

截至2019年9月底，公司在职职工746人。按教育程度划分，大专及以上学历731人，大专及以下学历15人；按年龄划分，30岁以下410人，30~50岁321人，50岁以上15人；按职称划分，初级职称585人，中级职称111人，高级职称50人。

总体看，公司总经理职位空缺，高管人员管理经验丰富，员工构成符合行业特点。

4. 外部支持

资本金注入

2015年，陕西高速集团做出股东决议，公司注册资本由10亿元增至40亿元，出资方式为货币资金，陕西高速集团将于2045年12月31日前补足剩余出资额。2015—2016年，公司分别收到股东新增出资款2.00亿元和11.35亿元，计入“实收资本”。

根据省交通厅出具的《陕西省交通运输厅、陕西省发改委关于下达2016年全省公路建设投资计划的通知》（陕交发〔2016〕21号）文件，省交通厅拨付公司汉坪项目资本金14.60亿元，计入公司“资本公积”。截至2019年6月底，公司共收到省交通厅拨付的全省公路基本建设投资资金国家补助资金共47.37亿元，计入“资本公积”，其中汉川项目资本金8.41亿元、汉坪项目资本金27.38亿元、陕甘项目资本金11.56亿元

和陕甘界交警营房建设资本金0.02亿元。

税费减免

根据财政部、国家税务总局出具的《关于车辆通行费有关营业税等税收政策的通知》(财税〔2000〕139号)文件,公司收费还贷高速公路车辆通行费符合免征营业税及附加的条件。

根据财政部、国家税务总局出具的《关于专项用途财政性资金企业所得税处理问题的通知》(财税〔2011〕70号)文件,公司控制和管理的收费还贷公路的通行费收入为专项用途的财政性资金,作为不征税收入在计算应纳税所得额时从收入总额中减除。

根据陕西省财政厅出具的《陕西省财政厅关于车辆通行费收入缴纳水利建设基金有关问题的通知》(陕财办综〔2001〕52号)文件,凡实行省上集中管理的非经营性车辆通行费收入,其应缴纳的水利建设基金由省级主管部门统一按3%的比例向省地税局直属征收分局缴纳。

公路资产不计提折旧

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),2014年起陕西高速集团公路路产不计提折旧。

车辆购置税补助

2018年4月,公司收到陕西高速集团转拨的中央车辆购置税补助资金8500万元,专项用于宝汉高速陕甘界至陇县火烧寨段,计入“资本公积”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(授信机构版)(机构信用代码为G1061030200168380R),截至2020年1月14日,公司无未结清的不良类信贷记录。已结清的信贷记录中,公司于2015年3月21日发生1笔欠息,并于欠息发生两日后结清,根据中国农业银行宝鸡渭滨区支行出具的说明,该笔欠息系银行系统原因导致。除此之外公司无其

他已结清或未结清不良、关注类信贷信息记录。

经公开信息查询,公司与工程单位存在3笔工程款项纠纷,均已于2018年6月底前执行完毕,执行标的分别为2314.23万元、1280.26万元和3188.65万元。上述事项对公司经营影响不大。

六、管理分析

公司按规定和实际需要建立法人治理体系和内部管理制度,能够满足公司目前经营管理的需要。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国收费公路管理条例》等有关法律法规制定了《公司章程》,并根据公司章程建立了法人治理体系。

公司不设股东会,陕西高速集团履行出资者职权。具体职权包括审议批准董事会及监事会的报告;委派或更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项,指定董事长,向董事会推荐总经理人选;决定公司增加或减少注册资本;发行公司债券;对公司向非省高速集团全资或控股的企业担保做出决定;公司章程规定的其他职权。

公司设董事会,是公司的决策机构,对出资人陕西高速集团负责,行使制订公司的经营方针、发展规划、投资计划,决定公司年度经营计划和投资方案等职权。董事会由5名董事组成,其中职工董事1名,由职工代表大会选举产生,非职工董事由陕西高速集团委派;董事会设董事长1人,由陕西高速集团从董事会成员中指定。

公司设监事会,行使检查公司财务,对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。监事会由3名监事组成,其中职工监事1名,由公司职工代表大会或其他民主形式选举产生,非职工监事由陕西高速集团委派,监事会设主席1人,由陕西高速集团委派;监

事每届任期三年，监事任期届满，经委派或选举可以连任。

公司设总经理 1 名，任期三年，可以连聘连任。总理由陕西高速集团推荐，董事会聘任或解聘，董事可兼任总经理。总经理对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司本部设综合部、财务部、建设管理部共 3 个职能部门，在财务管理、建设管理等方面制定了相关制度，基本覆盖了公司经营和管理的主要环节。

财务管理方面，公司实行公司本部、分公司、收费管理所三级核算管理的财务管理体系，财务“一支笔”审批与重大事项按权限逐级集体审批相结合，公司建立内部经济责任制及财务分析制度，严格执行年初财务预算，财务部按季度对经济活动分析，公司总经理对预算执行情况定期检查并审批财务事项。

工程管理方面，公司作为投资建设方，制定了建设项目合同分级管理、公路工程招标管理、建设工程转分包等细化管理办法。具体为公司成立招标领导小组，由公司董事长任组长，下设办公室具体负责招标工作；合同管理方面实行公司本部、项目管理处、项目总监办和项目驻地办四级管理；公司分包工程不得超过总工程量的 30%，分包工程不得再次分包，并聘请监理机构对工程各阶段进行审查。

筹融资方面，公司筹融资流程为由财务部提出筹融资方案，董事会审定批准，最终由财务部组织实施。公司筹融资渠道以国省补助、地方国债资金、政策性及股份制银行贷款等为主，公司整体统筹长、短期资金、降低综合资金成本。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自银昆高速陕西段通行费收入，随着路段通车及车流量培育，近年来，公司通行费收入持续增长，毛利率波动上升。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	11363.42	91.38	23.24	12333.33	99.92	31.56	22952.08	98.92	28.09	22877.81	99.34	48.96
其他业务收入	1071.58	8.62	50.11	10.30	0.08	-1288.45	251.01	1.08	91.42	151.14	0.66	63.72
合计	12434.99	100.00	25.56	12343.63	100.00	30.46	23203.09	100.00	28.77	23028.95	100.00	49.06

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，分别为 1.24 亿元、1.23 亿元和 2.32 亿元，2018 年显著增长主要系坪坎至汉中段通车带动通行费收入增加所致。收入构成方面，2016—2018 年，公司通行费收入分别为 1.14 亿元、1.23 亿元和 2.30 亿元，占营业收入比重分别为 91.38%、99.92%和 98.92%；其他业务收入包括加油站场地租金收入、服务区经营收入、施工监管费收入和路政补偿收入等，收入规模不大，

占比很小。

毛利率方面，2016—2018 年，公司通行费毛利率波动增长，分别为 23.24%、31.56%和 28.09%，2018 年毛利率下降主要系当年坪坎至汉中段通车后产生小修保养支出以及陇县至宝鸡段中修维护支出增长所致；2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 25.56%、30.46%和 28.77%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2.30 亿

元，相当于2018年全年的99.25%；受坪坎至汉中段车流量增长带动通行费收入增长影响，公司综合毛利率较2018年大幅增长至49.06%。

2. 业务经营分析

(1) 高速公路建设

公司在建的高速公路项目均属于政府还贷高速公路，公司负责的高速公路各路段建设项目已接近完成，未来投资压力尚可。

公司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，陕西省交通建设集团公司（以下简称“陕西交建”）承建宝鸡至坪坎段高速公路。截至2019年9月底，公司负责建设和管理的高速公路总里程252.77公里。

公司负责的高速公路项目一般由陕西省交通运输厅提出项目规划，后经国家及省级发改

委审批后，由公司进行设计、融资及招标工作。项目资金方面，国家专项建设资金和陕西省自筹资金约占项目总投资金额的25%，其他资金由公司通过银行借款等方式自筹。招标方面，项目采取公开分标段招标方式，由施工总承包单位负责相应标段的施工工作，施工单位包括陕西路桥集团有限公司、中铁十局集团西北工程有限公司等，公司在工程建设前预付施工单位投标价格的10%作为工程预付款，之后根据工程进度预付材料款，其余工程款按月结算。

2019年9月底，公司在建项目为陕甘界至陇县火烧寨段项目，项目预计总投资2.88亿元，已完成投资2.51亿元，尚需投资0.37亿元。截至2019年9月底，陇县至宝鸡段、坪坎至汉中段和汉中至陕川界段项目已完工，但尚未验收决算完成；上述项目均存在超概现象，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。上述4个项目公司累计收到项目资本金48.21亿元，占项目总投资额的18.56%，资本金到位情况不佳。

表3 截至2019年9月底公司承建高速公路项目主要建设指标及投资情况

项目名称		开工时间	建设里程 （公里）	路基宽度 （米）	桥隧比 （%）	总投资额 （亿元）	已投资额 （亿元）
陕甘界至宝鸡段	陕甘界至陇县火烧寨段	2016.9	5.89	25.50	22.00	2.88	2.51
	陇县至宝鸡段	2009.4	104.94	25.50	10.00	63.00	96.20
坪坎至汉中段		2014.7	88.17	32.00	86.00	147.89	127.64
汉中至陕川界段		2009.9	53.77	26.00	42.40	51.80	70.94
合计		--	252.77	--	--	265.57	297.29

注：坪坎至汉中段和汉中至陕川界段项目在实际建设过程总投资额有所调整，与可研报告中的总投资额不一致，目前已投资额大于项目可研报告中的概算总投资额

资料来源：公司提供

陕甘界至陇县火烧寨段项目是连接银昆高速公路甘肃段和陇县至宝鸡段的重要路段，公路全长5.89公里，主线采用双向四车道高速公路标准建设，设计速度80公里/时，路基宽度25.5米，桥隧比22%，预计2020年12月底完工通车。截至2019年9月底，公司无拟建项目。

(2) 高速公路运营

随着坪坎至汉中段完工并向南与银昆高速四川段贯通，公司通行费收入明显增长，但受省内及甘肃段衔接路段未通车影响，陇县至宝鸡段暂未接入主路网，整体通行费收入规模较小。

截至2019年9月底，公司拥有运营路段3个，分别为陇县至宝鸡段、坪坎至汉中段和汉中至

陕川界段，累计通车里程244.74公里（坪坎至汉中段坪坎收费站以北部分路段未通车）。根据《收费公路管理条例》，公司运营高速公路收费权期限均为20年。

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。

表4 公司高速公路车流量及通行费收入情况（单位：万辆、亿元）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1—9月	
	车流量	收费额	车流量	收费额	车流量	收费额	车流量	收费额
陇县至宝鸡段	173.32	0.96	191.13	1.06	186.59	1.05	163.11	0.89
坪坎至汉中段	--	--	--	--	226.53	1.24	239.24	1.39
汉中至陕川界段	91.89	0.18	64.59	0.18				
合计	265.21	1.14	255.72	1.24	413.12	2.29	402.35	2.28

注：自2018年起坪坎至汉中段和汉中至陕川界段数据合并统计

资料来源：公司提供

陇县至宝鸡段于2010年10月通车，全程104.94公里，收费期限20年。2016—2018年及2019年1—9月，陇县至宝鸡段的通行费收入分别为0.96亿元、1.06亿元、1.05亿元和0.89亿元；该路段车流量有所波动，分别为173.32万辆、191.13万辆、186.59万辆和163.11万辆；由于公司按照实际收到的通行费返还金额确认当期通行费收入，通行费返还时间具有一定滞后性，另外煤炭运输车流量受供给侧改革影响有所下降，导致作为通行费收入主要来源的货车占比下降，故当期通行费收入与通行量存在不匹配。汉中至陕川界段于2015年9月通车，全程53.77公里，收费期限20年；坪坎至汉中段于2017年12月通车，全程88.17公里，收费期限20年，坪坎至汉中段通车后，坪坎至陕川界路段全线贯通，整体车流量明显提升，2016—2018年及2019

年1—9月，坪坎至汉中段和汉中至陕川界段的通行费收入合计分别为0.18亿元、0.18亿元、1.24亿元和1.39亿元。随着已通车高速车流量持续培育，公司在建路段逐步建成通车，公司通行费收入有望持续提升。

收费标准方面，客车采取按车型收费模式，货车采取计重收费模式。根据《陕西省收费公路管理办法》，陕西省目前对客车实行四级分类，各车型具体费率依据不同高速公路路段的建造成本制定，一类车费率在0.4元/车·公里与0.6元/车·公里之间，其他车型费率乘以相应车型系数确定，近三年无变化。公司所运营高速公路路段对客车四类车型执行的收费标准分别为0.60元/车·公里、1.06元/车·公里、1.36元/车·公里和1.63元/车·公里。具体收费标准如下表所示：

表5 陕西省高速公路收费客车车型分类标准

车型	拟定标准 平均每公里造价M（万元/公里）			
划分标准	3000≤M<4000	4000≤M<5000	5000≤M<6000	M>6000
	费率标准（元/车·公里）			
≤7座	0.40	0.50	0.60	0.70
8座—19座	0.70	0.88	1.06	1.23

20座—39座	0.90	1.13	1.36	1.58
≥40座	1.12	1.36	1.63	1.90

资料来源：《关于统一陕西省收费公路车辆通行费车型分类及其收费标准有关问题的批复》（陕政函〔2003〕2013号）、《陕西省人民政府关于调整我省收费还贷高速公路车辆通行费收费标准有关问题的批复》（陕政函〔2007〕2号）

货车收费方面，根据陕西省人民政府《关于高速公路实行载货类机动车计重收取车辆通行费等有关问题的批复》（陕政函〔2010〕55号）和陕西省交通运输厅、陕西省财政厅、陕西省物价局《关于高速公路载货类机动车辆计重收取车辆通行费的通知》（陕交发〔2010〕30号）规定，自2010年5月10日起，全省高速公路对所有载货类机动车辆计重收取的车辆通行费基本费率最低为0.08元/吨·公里（对应客车收费标准中的一类车费率，其他类型费率标准方案依此同比换算），通行费根据货车重量分段综合计算，具体计算办法为：对于未超限车辆，车货总重小于10吨（含）的部分执行基本费率，10吨至30吨（含）的部分费率按基本费率线性递减到基本费率的50%计收，超过30吨的部分按基本费率的50%计收；对于超限车辆，对超限认定标准以内的重量部分按基本费率的3倍计收，超限50%以内的部分按基本费率的6倍计收通行费，超限50%至100%的部分按基本费率的10倍计收，超限100%以上的部分按基本费率的16倍计收。根据《陕西省人民政府关于汉中至陕川界高速公路收取车辆通行费等有关问题的批复》（陕政函〔2015〕156号），公司所运营的汉中至陕川界段高速公路对所有载货类机动车辆计重收取车辆通行费的基本费率为0.12元/吨·公里。公司运营的高速公路路段对所有载货类车辆执行国家七部委规定的超限标准，即二轴车20吨、三轴车30吨、四轴车40吨、五轴车50吨、六轴及以上车55吨。

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），公司公路路产不计提折旧。

高速公路分流方面，S212省道与陇县至宝鸡段高速公路平行，S316省道与坪坎至汉中段平行，S211省道与汉中至陕川界段平行，三条

公路为公司高速公路旁的主要辅道，均为两车道省级公路，对高速公路起到一定的分流作用，但整体影响不大。

截至2019年9月底，与公司承建的高速公路项目相连接的银昆高速四川段（巴陕高速公路）已于2018年11月22日全线通车，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在建状态。甘肃段彭大高速公路于2016年开工建设，预计于2020年完工通车；宝鸡至坪坎高速公路预计于2021年完工通车。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，公司通行费收入有望大幅增长。

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。2016—2018年及2019年1—9月，公司养护支出分别为0.20亿元、0.16亿元、0.47亿元和0.15亿元。2018年，小修保养和大中修工程支出均明显增长，主要系坪坎至汉中段通车后产生小修保养支出以及陇县至宝鸡段中修维护所致。

表6 公司高速公路维修养护成本情况（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
小修保养	746.09	663.63	2994.77	1199.33
大、中修工程	1217.48	964.01	1714.00	344.36
合计	1963.57	1627.64	4708.77	1543.69

资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务收入主要来自于加油站场地租金收入、服务区经营收入、路政补偿收入和

施工监管费收入等。公司其他业务收入规模小，占比低，且波动性较大，对利润贡献较低。

3. 未来发展

公司未来将在省交通厅、陕西高速集团的指导下，进一步落实完善高速公路建设工作，并做好下辖路产的运营管理工作。一方面，公司将以建设和融资为保障，推进高速公路建设项目；公司将通过多举措融资，利用中期票据、公司债等中长期债券优化债务结构；积极争取政策资金支持，优化资金管控。另一方面，公司将以运营和服务为抓手，全力提升窗口形象，抓好信息化建设，推动管理升级，强化对建设、养护、运营等重点领域和春运等重点时段的安全监管。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报

表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司无纳入合并范围内的子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 295.89 亿元，所有者权益 73.53 亿元；2018 年，公司实现营业收入 2.32 亿元，利润总额 0.30 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 311.17 亿元，所有者权益 74.65 亿元；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2.30 亿元，利润总额 1.14 亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模持续增长，以在建高速公路项目为主，资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 9.68%，2018 年底增至 295.89 亿元，主要系在建工程增长所致。从构成上看，公司资产以非流动资产为主，2018 年底，流动资产占 3.30%，非流动资产占 96.70%。公司主要资产构成详见下表。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	15.70	6.38	10.54	3.76	9.77	3.30	13.12	4.22
货币资金	8.73	3.55	4.10	1.46	3.93	1.33	7.87	2.53
预付款项	2.47	1.01	3.07	1.09	0.78	0.26	0.74	0.24
其他应收款	4.21	1.71	3.17	1.13	4.87	1.65	3.99	1.28
非流动资产	230.28	93.61	269.78	96.24	286.13	96.70	298.05	95.78
在建工程	230.13	93.55	269.59	96.17	285.88	96.61	297.73	95.68
资产总额	245.98	100.00	280.31	100.00	295.89	100.00	311.17	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 21.13%。2018 年底，公司流动资产 9.77 亿元，较 2017 年底下降 7.32%，主要系预付款项下降所致；公司流动资产主要由货币资金（占 40.23%）、预付款项（占 7.98%）和其他应收款（占 49.85%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 32.94%，主要系支付工程款所致。2018 年底，公司货币资金 3.93 亿元，较 2017 年底下降 4.28%。公司货币资金全部为银行存款和库存现金，无使用受限货币资金。

公司预付款项主要为预付高速公路建设工程款。2016—2018 年，随着高速公路工程完工

并逐步结转至在建工程，公司预付款项波动下降，2018年底为0.78亿元，较2017年底下降74.61%。账龄方面，一年以内的占7.18%、1~2年的占87.66%、2~3年的占3.36%，3年以上的占1.80%。公司预付款项前五名单位的预付工程款占总额的比例为86.79%，集中度高。

表8 2018年底公司预付款项前五名明细
(单位: 万元、%)

债务人名称	款项性质	金额	占比
中交二公局第三工程有限公司	工程款	3281.63	42.12
中铁三局集团有限公司	工程款	1959.74	25.15
中铁十五局集团第五工程有限公司	工程款	1350.72	17.34
陕西高速公路开发公司	工程款	140.29	1.80
中铁五局集团有限公司	工程款	29.40	0.38
合计	--	6761.77	86.79

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司其他应收款波动增长。2018年底，公司其他应收款4.87亿元，较2017年底增长53.89%，主要系与陕西高速集团的往来款增加所致。前5名欠款单位欠款合计占89.40%，集中度高。公司其他应收款主要为与公司股东陕西高速集团、其他国有企业和政府部门的往来款及押金，回款风险较低，公司未计提坏账准备，但对公司资金形成一定占用。

表9 2018年底公司其他应收款前五名明细
(单位: 万元、%)

债务人名称	款项性质	金额	占比
陕西省高速公路建设集团公司	往来款	42787.98	87.81
凤县交通运输局	押金	650.00	1.33
留坝县地方电力工程有限公司	押金	60.00	0.12
凤县国家电力公司	押金	50.14	0.10
国网省电力公司汉中供电公司	押金	16.00	0.03
合计	--	43564.12	89.40

注：分项加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长11.47%，2018年底增至286.13亿元。公司非流动资产主要由在建工程（占99.93%）构成，在建工程增长系公司非流动资

产增长的主要原因。

2016—2018年，公司在建工程持续增长，年均复合增长11.46%，主要系公司高速公路工程项目持续投入所致。2018年底，公司在建工程285.88亿元，较2017年底增长6.04%，主要系坪坎至汉中段项目和汉中至陕川界段项目工程投入增加所致。

2019年9月底，公司资产总额311.17亿元，较2018年底增长5.16%，主要系在建工程增长所致。资产构成仍以非流动资产为主，流动资产占4.22%，非流动资产占95.78%。2019年9月底，公司流动资产13.12亿元，较2018年底增长34.38%，主要系货币资金增长所致。2019年9月底，公司非流动资产298.05亿元，较2018年底增长4.17%，主要系在建工程增长所致。

截至2019年9月底，公司资产中无受限资产。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益变化不大，所有者权益稳定性好；公司负债总额持续增长，整体债务负担不断加重。

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益变化不大。2018年底，公司所有者权益73.53亿元，较2017年底变化不大；公司所有者权益中，实收资本占31.76%，资本公积占65.57%，未分配利润占2.67%。

2016—2018年，公司实收资本均为23.35亿元。公司资本公积由陕西省交通运输厅拨付的全省公路基本建设投资资金国家补助构成，2016—2018年波动增长，2018年为48.21亿元，较2017年底增加0.85亿元，系陕西高速集团转拨的中央车辆购置税补助资金，专项用于宝汉高速陕甘界至陇县火烧寨段。2016—2018年，公司未分配利润持续增长，年均复合增长12.27%，2018年为1.97亿元。

2019年9月底，公司所有者权益74.65亿元，规模及构成较2018年底基本保持稳定。

负债

2016—2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 13.14%。2018 年底，公司负债总额 222.36 亿元，较 2017 年底增长 6.94%，主要系长期借款增长所致。从构成上看，公司负债以非流动负债为主，2018 年底，公司流动负债占 2.12%，非流动负债占 97.88%。

2016—2018 年，公司流动负债持续下降，年均复合下降 28.78%。2018 年底，公司流动负债 4.71 亿元，较 2017 年底下降 45.83%，主要系其他应付款下降所致。公司流动负债主要由应付账款（占 93.54%）构成。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长。2018 年底，公司应付账款为 4.41 亿元，较 2017 年底增长 94.94%，主要系应付工程款增长所致。账龄方面，1 年以内的占 95.93%、1~3 年的占 1.47%，3 年以上的占 2.60%。

2016—2018 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 15.06%。2018 年底，公司非流动负债 217.65 亿元，较 2017 年底增长 9.24%，主要系长期借款增长所致。从构成上看，公司非流动负债主要由长期借款（占 99.97%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款持续增长，2018 年底为 217.59 亿元，较 2017 年底增长 9.24%，主要系保证借款增长所致。公司长期借款包括保证借款（占 43.37%）和信用借款（占 56.63%）。

2019 年 9 月底，公司负债总额 236.52 亿元，较 2018 年底增长 6.37%，主要系长期借款增长所致。从构成上看，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占 98.29%。2019 年 9 月底，公司流动负债 4.05 亿元，较 2018 年底下降 13.98%，主要系应付账款下降所致。2019 年 9 月底，公司非流动负债 232.47 亿元，较 2018 年底增长 6.81%，主要系长期借款增长所致。

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务全部为长期借款，期间规模持续增长，2018 年底增至 217.59 亿元，较 2017 年底增长 9.24%。2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资

本化率均呈上升趋势，2018 年底分别为 75.15% 和 74.74%。

2019 年 9 月底，公司全部债务 232.39 亿元，较 2018 年底增长 6.80%，全部为长期债务（长期借款）。2019 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2018 年底继续上升，分别为 76.01% 和 75.69%。公司债务负担重。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	164.35	199.18	217.59	232.39
全部债务	164.35	199.18	217.59	232.39
长期债务资本化比率	69.45	73.35	74.74	75.69
全部债务资本化比率	69.45	73.35	74.74	75.69
资产负债率	70.62	74.18	75.15	76.01

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

根据公司提供的资料，2019—2022 年公司到期债务规模分别为 11.79 亿元、11.06 亿元、14.83 亿元和 13.18 亿元。

4. 盈利能力

受通车里程增加带动通行费收入增长影响，近年来公司营业收入有所增长，但规模仍较小，整体盈利能力弱。

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，2018 年为 2.32 亿元，较 2017 年底增长 87.98%，主要系通行费收入增长所致。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，2018 为 1.65 亿元。2016—2018 年，公司营业利润率有所波动，分别为 22.41%、27.45% 和 25.34%。

公司期间费用以管理费用为主，2016—2018 年持续增长，主要系管理费用中职工薪酬增长及财务费用中利息收入减少所致。2018 年底，公司期间费用为 0.30 亿元。由于公司将利息支出进行资本化，公司财务费用为负。同期，期间费用占营业收入的比重有所波动，分别为 17.82%、19.14% 和 12.93%。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资

本收益率和净资产收益率均有所波动，2018 年分别为 0.10%和 0.41%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	1.24	1.23	2.32
营业利润	0.06	0.10	0.30
期间费用	0.22	0.24	0.30
利润总额	0.11	0.10	0.30
营业利润率	22.41	27.45	25.34
总资本收益率	0.04	0.04	0.10
净资产收益率	0.15	0.14	0.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2.30 亿元，相当于 2018 年全年的 98.96%；利润总额 1.14 亿元；营业利润率 59.40%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金净流入规模呈增长趋势；受宝汉高速建设任务逐步进入收尾阶段影响，公司投资活动现金净流出规模持续下降，考虑到公司通行费收入规模较小，以及偿付债务本息的资金需求，公司存在一定的筹资压力。

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为 2.14 亿元、2.32 亿元和 3.63 亿元。公司经营活动现金流入由销售商品、提供劳务所收到的现金（主要为通行费收入）和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来款）构成；2016—2018 年，公司现金收入比分别为 88.07%、98.71%和 91.59%，收入实现质量较好。同期，公司经营活动现金流出量持续增长，分别为 2.36 亿元、2.49 亿元和 3.45 亿元。公司经营活动现金流出以支付其他与经营活动有关的现金（主要为往来款）和支付给职工以及为职工支付的现金（主要为职工薪酬）为主。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为-0.22 亿元、-0.17 亿元和 0.17 亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	2.14	2.32	3.63

经营活动现金流出量	2.36	2.49	3.45
经营活动净现金流	-0.22	-0.17	0.17
投资活动净现金流	-36.47	-30.75	-9.47
筹资活动净现金流	39.87	26.29	9.12
现金收入比	88.07	98.71	91.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模有所波动，主要为收到其他与投资活动有关的现金（与陕西高速集团的工程往来款），2018 年为 5.24 亿元；投资活动现金流出主要由购建固定资产及无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成，受宝汉高速建设逐步进入收尾阶段影响，公司投资活动现金流出规模持续下降，2018 年为 14.71 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-36.47 亿元、-30.75 亿元和-9.47 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入有所波动，分别为 51.35 亿元、53.91 亿元和 33.23 亿元。从构成上看，主要为取得借款（长期借款）和吸收投资（项目资本金及股东注资）收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出有所波动，分别为 11.48 亿元、27.62 亿元和 24.11 亿元。从构成上看，主要为偿还债务本息支付的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额持续下降，分别为 39.87 亿元、26.29 亿元和 9.12 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额 0.77 亿元，现金收入比为 78.79%；投资活动现金流量净额-3.53 亿元；筹资活动现金流量净额 6.70 亿元。

6. 偿债能力

公司债务均为长期债务，长期偿债能力指标表现较差，考虑到公司所辖高速公路可获取稳定的通行费收入及现金流，且未来通行费收入有望在衔接路段建成后显著增长，且公司持续获得国家 and 地方政府及股东的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2016—2018 年，公司

流动比率和速动比率有所波动，2018 年底分别为 207.30%和 207.28%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比率分别为-2.34%、-1.96%和 3.69%，经营活动净现金流对流动负债基本没有保障能力。2019 年 9 月底，公司现金类资产为 7.87 亿元。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 0.12 亿元、0.12 亿元和 0.34 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 1350.05 倍、1611.37 倍和 647.08 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.02 倍、0.01 倍和 0.04 倍。

截至 2019 年 9 月底，公司在各家金融机构获得综合授信额度为 350.00 亿元，尚未使用额度为 90.00 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额 10.00 亿元，担保比率为 13.40%。被担保方为公司股东陕西高速集团，经营状况正常。总体看，公司或有负债风险低。

九、本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动净现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力弱。陕西高速集团为本期中期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保能够有效提升本期中期票据本息偿付的安全性。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模不超过 5.00 亿元，以 5.00 亿元为测算基础（下同），本期中期票据拟发行规模相当于 2019 年 9 月底公司长期债务的 2.15%，全部债务的 2.15%，对公司现有债务规模及构成影响较小。

2019 年 9 月底，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 76.01%、75.69%和 75.69%。以公司 2019 年 9 月底的财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分

别上升至 76.39%、76.08%和 76.08%。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，预计发行后公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 0.12 亿元、0.12 亿元和 0.34 亿元，分别为本期中期票据的 0.02 倍、0.02 倍和 0.07 倍；公司经营活动的现金流入量分别为 2.14 亿元、2.32 亿元和 3.63 亿元，分别为本期中期票据的 0.43 倍、0.46 倍和 0.73 倍；2016—2017 年，公司经营活动净现金流为负值，对本期中期票据无保障能力；2018 年，公司经营活动净现金流为 0.17 亿元，为本期中期票据的 0.03 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度弱。

3. 担保方担保能力分析

根据陕西高速集团出具的《担保函》，陕西高速集团为本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期中期票据本金及利息，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，保证期间为本期中期票据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 2019 年 6 月底，陕西高速集团注册资本及实收资本均为 100 亿元，陕西省国资委是公司唯一股东和实际控制人。截至 2019 年 6 月底，陕西高速集团合并范围内有 15 家一级子公司。

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。2016—2018 年及 2019 年 1—6 月，陕西高速集团分别实现营业总收入 107.18 亿元、126.75 亿元、114.17 亿元和 57.27 亿元。

截至 2019 年 6 月底，陕西高速集团运营管理高速公路 29 条，全部为政府还贷公路，总里程约为 2511.77 公里，占陕西省高速公路通车总里程的 45% 以上，所辖高速公路均已纳入“国家高速公路网”和陕西省“两环六辐射三纵七横”的路网框架，竞争实力极强。

2016—2018 年及 2019 年 6 月底，陕西高速集团的资产总额分别为 1936.22 亿元、2003.19 亿元、2067.83 亿元和 2101.22 亿元，构成上以非流动资产为主。陕西高速集团的流动资产以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主，非流动资产以固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。2016—2018 年及 2019 年 6 月底，陕西高速集团的所有者权益分别为 507.61 亿元、510.44 亿元、582.00 亿元和 609.43 亿元，实收资本和资本公积合计占比较高，陕西高速集团的所有者权益稳定性较好。2016—2018 年及 2019 年 9 月底，陕西高速集团的负债总额分别为 1428.60 亿元、1492.74 亿元、1485.82 亿元和 1491.79 亿元，构成上以非流动负债为主。有息债务方面，近年来，陕西高速集团有息债务规模有所波动，2019 年 6 月底，陕西高速集团有息债务为 1405.08 亿元，以长期债务为主。债务指标方面，2019 年 6 月底，陕西高速集团的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.00%、69.75% 和 66.66%。

现金流方面，2016—2018 年，陕西高速集团经营活动现金流入量分别为 108.07 亿元、127.74 亿元和 143.29 亿元；经营活动现金流量净额分别为 53.09 亿元、79.28 亿元、87.06 亿元，现金收入比分别为 93.43%、88.18% 和 109.80%，经营活动现金流入量持续增长，获现能力保持在较高水平。2016—2018 年，陕西高

速集团投资活动现金流净额分别为 -91.22 亿元、-72.46 亿元和 -85.71 亿元，投资活动现金流出主要为公路项目建设支出。2016—2018 年，陕西高速集团筹资活动现金流净额分别为 25.91 亿元、14.15 亿元和 -7.53 亿元，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还本息支出。

偿债能力方面，2016—2018 年及 2019 年 6 月底，陕西高速集团流动比率和速动比率有所波动，2019 年 6 月底分别为 35.42% 和 32.29%。2018 年底和 2019 年 6 月底，陕西高速集团现金类资产分别为 61.38 亿元和 41.35 亿元，为同期短期债务的 0.47 倍和 0.22 倍，陕西高速集团的短期偿债指标弱。2016—2018 年，陕西高速集团 EBITDA 分别为 61.98 亿元、66.50 亿元和 62.85 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 21.47 倍、21.19 倍和 22.15 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.94 倍、0.92 倍和 0.84 倍，陕西高速集团的长期偿债能力指标一般。

2016—2018 年，陕西高速集团的经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 21.61 倍、25.55 倍和 28.66 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 10.62 倍、15.86 倍和 17.41 倍；EBITDA 分别为本期中期票据的 12.40 倍、13.30 倍和 12.57 倍。总体看，陕西高速集团的经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

经联合资信评定，陕西高速集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}。

十一、结论

公司是银昆高速陕西段主要的投资建设运营主体。近年来，陕西省经济持续发展，财政实力不断增强，公司在资本金注入和税费减免等方面获得国家及陕西省各级政府的有力支持。

近年来，公司资产规模持续增长，资产以非流动资产中的高速公路项目投资为主，资产

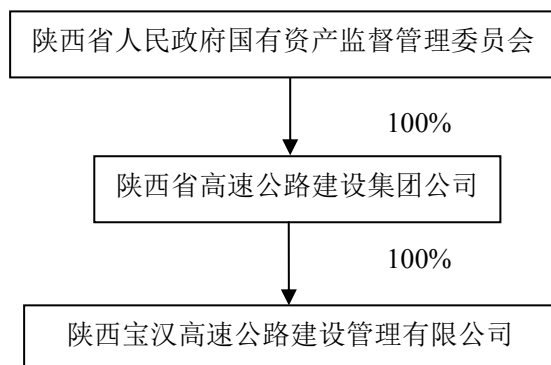
流动性较弱。公司通行费收入有所增长，但受衔接路段未建成及接入主路网影响，目前收入规模较小，公司盈利能力弱。公司目前债务负担重，公司面临一定对外融资压力，突发新冠病毒疫情短期内将对公司业务形成较大冲击，加大了公司资金周转压力。

未来，随着银昆高速陕西省内及邻省路段相继建成通车，以及公司已通车路段车流量持续培育，公司通行费收入有望显著增长，公司整体抗风险能力有望进一步增强。

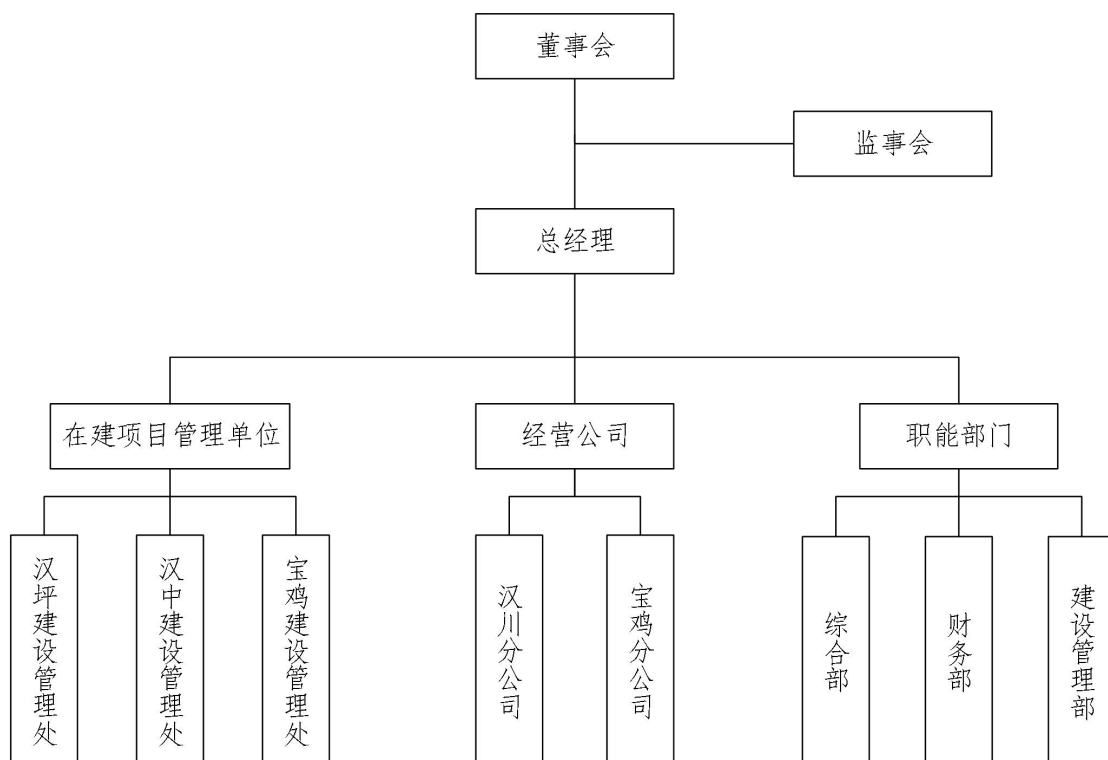
本期中期票据由陕西高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效提升本期中期票据偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还保障措施的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.73	4.10	3.93	7.87
资产总额（亿元）	245.98	280.31	295.89	311.17
所有者权益（亿元）	72.28	72.38	73.53	74.65
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	164.35	199.18	217.59	232.39
全部债务（亿元）	164.35	199.18	217.59	232.39
营业收入（亿元）	1.24	1.23	2.32	2.30
利润总额（亿元）	0.11	0.10	0.30	1.14
EBITDA（亿元）	0.12	0.12	0.34	--
经营性净现金流（亿元）	-0.22	-0.17	0.17	0.77
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.34	5.06	11.93	--
存货周转次数（次）	704.28	1306.08	2880.56	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	88.07	98.71	91.59	78.79
营业利润率（%）	22.41	27.45	25.34	59.40
总资本收益率（%）	0.04	0.04	0.10	--
净资产收益率（%）	0.15	0.14	0.41	--
长期债务资本化比率（%）	69.45	73.35	74.74	75.69
全部债务资本化比率（%）	69.45	73.35	74.74	75.69
资产负债率（%）	70.62	74.18	75.15	76.01
流动比率（%）	169.04	121.17	207.30	323.84
速动比率（%）	169.03	121.17	207.28	323.82
经营现金流动负债比（%）	-2.34	-1.96	3.69	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	1350.05	1611.37	647.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.02	0.01	0.04	--

注：2019 年三季度财务报表未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（陕西高速集团）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	46.59	67.56	61.38	41.35
资产总额（亿元）	1936.22	2003.19	2067.83	2101.22
所有者权益（亿元）	507.61	510.44	582.00	609.43
短期债务（亿元）	120.08	213.20	131.65	186.80
长期债务（亿元）	1210.98	1195.98	1260.87	1218.28
全部债务（亿元）	1331.06	1409.18	1392.52	1405.08
营业收入（亿元）	107.18	126.75	114.17	57.27
利润总额（亿元）	2.34	1.75	1.30	0.59
EBITDA（亿元）	61.98	66.50	62.85	--
经营性净现金流（亿元）	53.09	79.28	87.06	28.97
财务指标				
销售债权周转次数（次）	30.06	15.08	12.88	--
存货周转次数（次）	1.64	3.49	5.56	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	93.43	88.18	109.80	105.43
营业利润率（%）	61.49	54.64	59.74	55.66
总资本收益率（%）	0.10	0.07	0.06	--
净资产收益率（%）	0.37	0.27	0.19	--
长期债务资本化比率（%）	70.46	70.09	68.42	66.66
全部债务资本化比率（%）	72.39	73.41	70.52	69.75
资产负债率（%）	73.78	74.52	71.85	71.00
流动比率（%）	54.41	42.29	49.20	35.42
速动比率（%）	43.68	39.83	45.61	32.29
经营现金流动负债比（%）	24.42	26.73	38.74	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.32	0.47	0.22
全部债务/EBITDA（倍）	21.47	21.19	22.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.94	0.92	0.84	--

注：1.2019 年上半年财务报表未经审计；2.其他流动负债中的有息部分已纳入短期债务核算

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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
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 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

联合资信评估有限公司关于 陕西宝汉高速公路建设管理有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对陕西宝汉高速公路建设管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，陕西宝汉高速公路建设管理有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西宝汉高速公路建设管理有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现陕西宝汉高速公路建设管理有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对陕西宝汉高速公路建设管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西宝汉高速公路建设管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对陕西宝汉高速公路建设管理有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与陕西宝汉高速公路建设管理有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。