信用等级公告

联合〔2020〕2129 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”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

二〇二〇年七月八日

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

陕西宝汉高速公路建设管理有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
20 宝汉高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 宝汉高速 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/04/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 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（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	4
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	5
		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。跟踪期内，陕西省经济持续发展，公司继续得到政府的税费减免等支持。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受新冠疫情影响较大等可能对公司信用状况带来的不利影响。

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}，评级展望为稳定，其担保可有效提升“20 宝汉高速 MTN001”的偿付安全性。

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持续增长。

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，“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，陕西省经济稳定发展，为公司发展营造了较好的外部环境。2019 年，陕西省地区生产总值 25793.17 亿元，一般公共预算收入 2287.70 亿元，分别同比增长 6.00%和 1.99%。

分析师：郝一哲　汪宜徽

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

2. **持续获得政府支持。**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，跟踪期内，继续得到政府的税费减免等支持。
3. **未来收入增长性较好。**因坪坎至汉中段和汉中至陕川界四川段通车，跟踪期内，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，未来公司收入增长性较好。
4. **外部担保有效提升了“20 宝汉高速 MTN001”的偿付安全性。**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. **资产流动性较弱。**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. **债务规模快速增长，债务负担重。**2020 年 3 月底，公司全部债务 242.29 亿元，全部债务资本化比率 76.74%。
3. **盈利能力弱。**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，盈利能力弱。
4. **受疫情影响一季度产生亏损。**在新冠肺炎疫情重点防控期间，全国收费公路免收通行费，相关补偿措施尚未明确，短期内对公司高速公路运营产生冲击，2020 年一季度公司高速公路运营业务亏损。

主要财务数据：

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	4.10	3.93	1.89	8.25
资产总额（亿元）	280.31	295.89	308.37	319.66
所有者权益（亿元）	72.38	73.53	73.62	73.42
短期债务（亿元）	0.00	0.00	6.57	0.00
长期债务（亿元）	199.18	217.59	223.42	242.29
全部债务（亿元）	199.18	217.59	229.99	242.29
营业收入（亿元）	1.23	2.32	3.07	0.18
利润总额（亿元）	0.10	0.30	0.08	-0.17
EBITDA（亿元）	0.12	0.34	1.10	--
经营性净现金流（亿元）	-0.17	0.17	-0.92	-0.15
现金收入比（%）	98.71	91.59	81.31	129.84
营业利润率（%）	27.45	25.34	43.00	-50.53
净资产收益率（%）	0.14	0.41	0.12	--

资产负债率（%）	74.18	75.15	76.13	77.03
全部债务资本化比率(%)	73.35	74.74	75.75	76.74
流动比率（%）	121.17	207.30	84.28	401.24
速动比率（%）	121.17	207.28	84.27	401.21
经营现金流动负债比(%)	-1.96	3.69	-8.17	--
现金短期债务比（倍）	*	*	0.29	*
EBITDA 利息倍数（倍）	0.01	0.04	0.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	1611.37	647.08	208.21	--

注：1.2020 年一季度财务报表未经审计；2. *表示数据项数据过大

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	2020/3/23	郝一哲 胡元杰	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）	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
2020 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”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围无变化。截至2020年3月底，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。

截至 2019 年底，公司资产总额 308.37 亿元，所有者权益 73.62 亿元；2019 年，公司实现营业收入 3.07 亿元，利润总额 0.08 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 319.66 亿元，所有者权益 73.42 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.18 亿元，利润总额-0.17 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、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券“20宝汉高速MTN001”余额为5.00亿元。

“20宝汉高速MTN001”于2020年4月24日发行，发行规模5亿元，期限5年，按年付息，到期一次还本付息，募集资金用于偿还有息债务。跟踪期，上述债券尚未到付息日。

“20宝汉高速MTN001”由公司母公司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　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
20 宝汉高速 MTN001	5.00	2020/04/24	5	3.80

资料来源：联合资信整理

四、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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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
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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳

就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

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

1. 行业概况

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

中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

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

2. 行业政策

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

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

2018 年 12 月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

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

2020 年初，受新冠病毒疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由 7 天延

长至 16 天。2 月 15 日，交通运输部发布通知，自 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4 月 28 日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募 REITs 有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

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

3. 行业特点

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

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

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

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

4. 未来发展

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

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

根据《国家公路网规划（2013—2030 年）》，到 2030 年中国将建成总规模约 11.8 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、

联络线等组成，另规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

5. 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，跟踪期内，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。

根据《2019 年陕西省国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，陕西省实现地区生产总值 25793.17 亿元，比上年增长 6.00%。其中，第一产业增加值 1990.93 亿元，增长 4.40%；第二产业增加值 11980.75 亿元，增长 5.70%；第三产业增加值 11821.49 亿元，增长 6.50%；三次产业结构由 2018 年的 7.5:49.7:42.8 调整为 7.7:46.5:45.8。2019 年，陕西省人均生产总值 66649 元，比上年增长 5.40%。2019 年，陕西省全省居民人均可支配收入 24666 元，比上年增长 9.50%。

从固定资产投资情况来看，2019 年，陕西省固定资产投资比上年增长 2.40%。其中，民间固定资产投资比上年增长 6.00%，基础设施投资比上年下降 1.00%，高技术产业投资比上年下降 5.40%，文化产业投资比上年下降 8.40%。

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 774.80 亿元，同比增长 11.30%。其中，高速公路项目完成投资 430.10 亿元，同比增长 33.60%。

根据《陕西省 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2019 年，陕西省地方一般公共预算收入为 2287.70 亿元，较上年增长 1.99%；其中，税收收入完成 1846.00 亿元，较上年增长 4.00%；非税收入完成 441.80 亿元，较上年下降 5.80%，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 1859.60 亿元，较上年增长 27.00%。截至 2019 年底，陕西省政府债务余额 6532.50 亿元，其中一般债务 3680.10 亿元，专项债务 2852.40 亿元。

根据陕西省统计局数据，2020 年 1－3 月，陕西省实现地区生产总值 5439.66 亿元，同比下降 5.60%，固定资产投资同比下降 16.50%，一般公共预算收入 540.73 亿元，同比下降 18.03%。

交通运输领域，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。2020 年 1 月，财政部批复了陕西省 2020 年第一批高速公路政府专项债券 119 亿元。

六、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，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。跟踪期内，公司持续获得政府在税费减免等方面的有力支持。

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。

跟踪期内，公司所负责的银昆高速陕西段属于政府还贷高速公路，公司继续得到政府的税费减免等支持。

根据财政部、国家税务局出具的《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。

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 5 月 25 日，公司无未结清的不良类信贷记录；已结清的信贷记录中存在 1 笔欠息记录，发生于 2015 年 3 月 21 日，公司在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不良类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制及管理制度无重大变化。

八、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，跟踪期内，公司通行费收入持续增长，毛利率快速上升。

2019 年，公司实现营业收入 3.07 亿元，同比增长 32.38%，主要系坪坎至汉中段通车并向南与银昆高速四川段贯通带动通行费收入增加所致。收入构成方面，2019 年，公司通行费收入为 3.06 亿元，占营业收入比重为 99.73%；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，收入规模不大。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	22952.08	98.92	28.09	30631.69	99.73	46.08	1794.38	100	-45.81
其他业务收入	251.01	1.08	91.42	83.52	0.27	67.70	--	--	--
合计	**23203.09**	**100.00**	**28.77**	**30715.21**	**100.00**	**46.14**	**1794.38**	**100**	**-45.81**

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

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为46.14%，同比快速上升；其中，公司通行费毛利率46.08%，同比上升17.99个百分点，主要受益于坪坎至汉中段通车并向南与银昆高速四川

段贯通带动通行费收入增长所致；其他业务收入毛利率为67.70%。

2020年1－3月，公司实现营业收入0.18亿元，相当于2019年全年的5.84%；受在新冠肺炎疫情重点防控期间，全国免收高速公路通行费的政策影响，公司通行费收入规模较小，仅为0.18亿元，公司综合毛利率为负。

2. 业务经营分析

（1）高速公路建设

公司在建和运营的高速公路项目均属于政府还贷高速公路，跟踪期内，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2020年3月底，公司负责建设和管理的高速公路总里程252.77公里，在区域内占比63.19%。

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和发行债券等方式自筹。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。

截至2020年3月底，陇县至宝鸡段已竣工验收，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59.42亿元，占项目总投资额的22.37%，资本金到位情况不佳。

截至2020年3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2.56亿元，尚需投资0.32亿元。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2020年3月底，公司无拟建项目。

表 4　截至 2020 年 3 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）	进度描述
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	2.56	98.30%
	陇县至宝鸡段	2009.4	104.94	25.50	10.00	63.00	96.20	100.00%
坪坎至汉中段		2014.7	88.17	32.00	86.00	147.89	127.64	97.23%
汉中至陕川界段		2009.9	53.77	26.00	42.40	51.80	70.94	97.26%
合计		-	**252.77**	--	--	**265.57**	**297.34**	--

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

（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，跟踪期内，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2020年3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。

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，故当期通行费收入与通行量可能存在不匹配。

表 5　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	2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	车流量	收费额	车流量	收费额	车流量	收费额
汉中至陕川界段 坪坎至汉中段	226.53	1.24	318.60	1.90	12.75	0.05
陇县至宝鸡段	186.59	1.05	208.77	1.16	6.72	0.13
合计：	**413.12**	**2.29**	**527.37**	**3.06**	**19.47**	**0.18**

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。2019年该路段通行费收入为1.16亿元，较2018年增长10.48%，车流量为208.77万辆，较2018年增长11.89%，主要系银昆高速陕西段逐渐建成通车所致。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， 2019年，坪坎至汉中段和汉中至陕川界段的通行费收入合计1.90亿元，同比增长53.23%。随着已通车高速路段车流量持续培育，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。

经营效率方面，2019年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）为125.16万元/公里；公司总资产周转率（总资产周转率=通行费收入/资产总额*100%）为0.99%，处于行业较低水平。

受在新冠肺炎疫情重点防控期间，全国免收高速公路通行费的政策影响，2020年1—3月，各路段通行费收入大幅减少，仅为0.18亿元。其中，2020年1－3月，陇县至宝鸡段的通行费收入0.13亿元，车流量为6.72万辆。

在收费标准方面，跟踪期内，收费标准无变化。

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。

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。

2018年11月22日，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

年底完工通车；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。2019年及2020年1－3月，公司养护支出分别为0.34亿元和68.55万元，较上年有所下降。

表6　公司高速公路维修养护成本情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
小修保养	2994.77	1227.31	68.55
大、中修工程	1714.00	2185.06	--
合计	**4708.77**	**3412.37**	**68.55**

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、管道租金收入、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

公司未来将在陕西省交通厅、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。公司将在陕西高速集团的支持下，继续拓展多元化融资渠道，有效降低融资成本，为公司发展做好资金保障。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。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供了2019年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司无纳入合并范围内的子公司。

截至2019年底，公司资产总额308.37亿元，所有者权益73.62亿元；2019年，公司实现营业收入3.07亿元，利润总额0.08亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额319.66亿元，所有者权益73.42亿元；2020年1－3月，公司实现营业收入0.18亿元，利润总额-0.17亿元。

2．资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以在建高速公路项目和高速公路资产为主，资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

2019年底，公司资产总额308.37亿元，较2018年底增长4.22%；其中流动资产占比3.08%，非流动资产占比96.92%，公司资产以非流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**9.77**	**3.30**	**9.50**	**3.08**	**15.51**	**4.85**
货币资金	3.93	1.33	1.89	0.61	8.25	2.58
应收账款	0.19	0.06	0.52	0.17	0.44	0.14

预付款项	0.78	0.26	0.68	0.22	0.24	0.08
其他应收款	4.87	1.65	6.41	2.08	6.58	2.06
非流动资产	**286.13**	**96.70**	**298.87**	**96.92**	**304.15**	**95.15**
固定资产	0.24	0.08	94.95	30.79	94.97	29.71
在建工程	285.88	96.62	203.91	66.13	209.18	65.44
资产总额	**295.89**	**100.00**	**308.37**	**100.00**	**319.66**	**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

2019年底，公司流动资产9.50亿元，较2018年底下降2.70%，主要系货币资金减少所致。2019年底，公司流动资产主要包括货币资金（占19.94%）、应收账款（占5.44%）、预付款项（占7.15%）和其他应收款（占67.46%）。

2019 年底，公司货币资金 1.89 亿元，较 2018 年底下降 51.74%，主要系用于项目建设所致。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。

2019 年底，公司应收账款 0.52 亿元，较上年底增长 175.50%，主要系 2019 年汉中到陕川界四川段通车，通行费收入增加所致，公司应收账款全部为陕西省财政厅待返还的通行费收入，回收风险低。

公司预付款项主要为预付高速公路建设工程款。2019年底，公司预付款项0.68亿元，较2018年底下降12.79%，主要系结算工程款所致。账龄方面，1-2年的占1.47%、2-3年的占98.53%。公司预付款项前五名单位的预付工程款占总额的比例为99.73%，集中度高。

2019年底，公司其他应收款6.41亿元，较上年底增长31.56%，主要系与陕西高速集团之间的往来款增加所致。前5名欠款单位欠款合计占94.27%，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 8　2019 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	59431.15	92.71
凤县交通运输局	押金	650.00	1.01
陕西凯达公路桥梁工程建设有限公司	往来款	299.48	0.47
国网陕西省电力公司宝鸡供电公司	往来款	40.16	0.06
大唐宝鸡热电厂	押金	13.00	0.02
合计	--	**60433.79**	**94.27**

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

2019 年底，公司非流动资产 298.87 亿元，较 2018 年底增长 4.45%，主要系在建项目持续投入所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 31.77%）和在建工程（占 68.23%）构成。

2019 年底，公司固定资产 94.95 亿元，较上年底增加 94.71 亿元，主要系宝鸡至陕甘界项目段完成竣工验收，由在建工程转入固定资产所致；同期，公司在建工程 203.91 亿元，主要由坪坎至汉中高速公路项目（占 63.57%）、汉中至陕川界高速公路项目（占 35.17%）和甘陕界至陇县火烧寨项目（占 1.26%）组成。

2020 年 3 月底，公司资产总额 319.66 亿元，较 2019 年底增长 3.66%，主要系在建工程增长所致。资产构成仍以非流动资产为主。2020 年 3 月底，公司流动资产 15.51 亿元，较 2019 年底增长 63.26%，主要系公司发行“20 宝汉高速 PPN001”导致货币资金增长至 8.25 亿元所致。2020 年 3 月底，公司非流动资产 304.15 亿元，较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产中无受限资产。

3．负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，债务规模持续增长，债务负担不断加重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 73.62 亿元，较 2018 年底变化不大；公司所有者权益中，实收资本占 31.72%，资本公积占 65.49%，未分配利润占 2.79%。

2019 年底，公司实收资本和资本公积分别为 23.35 亿元和 48.21 亿元，较 2018 年底无变化，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。2019 年底，公司未分配利润 2.05 亿元，较 2018 年底增长 4.31%。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 73.42 亿元，较上年底小幅下降，主要是一季度公司经营亏损引起未分配利润减少所致。

负债

2019 年底，公司负债总额 234.76 亿元，较 2018 年底增长 5.57%，主要系长期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成上看，公司负债以非流动负债为主，2019 年底，公司流动负债占 4.80%，非流动负债占 95.20%。

2019 年底，公司流动负债 11.28 亿元，较 2018 年底增长 139.33%，主要系新增一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债(占 58.29%)、应付账款（占 40.31%）构成。

2019 年底，公司应付账款为 4.55 亿元，较 2018 年底增长 3.14%，主要系应付工程款增长所致。账龄方面，1 年以内的占 42.40%、1-2 年的占 51.00%，2-3 年的占 4.47%，3 年以上的占 2.13%。

2019 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 6.57 亿元，为一年内到期的长期借款。

2019 年底，公司非流动负债 223.48 亿元，较 2018 年底增长 2.68%，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。

2019 年底，公司长期借款 223.42 亿元，较 2018 年底增长 2.68%，主要系保证借款增长所致。公司长期借款包括保证借款（占 46.87%，全部由股东陕西高速集团担保）和信用借款（占 53.13%）。

2020 年 3 月底，公司负债总额 246.24 亿元，较 2019 年底增长 4.89%。从构成上看，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占 98.43%。2020 年 3 月底，公司流动负债 3.87 亿元，较 2019 年底下降 65.71%，主要系一年内到期的长期借款和应付账款下降所致。2020 年 3 月底，公司非流动负债 242.37 亿元，较 2019 年底增长 8.45%，主要系长期借款增长和新增应付债券（5 亿元“20 宝汉高速 PPN001”）所致。

债务指标方面，2019 年底，公司全部债务 229.99 亿元，较上年底增长 5.70%；其中长期债务占比 97.14%，短期债务占比 2.86%，公司债务结构以长期债务为主。2019 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 76.13%、75.22%和 75.75%，较上年底分别上升 0.98 个、0.48 个和 1.01 个百分点。

2020 年 3 月底，公司全部债务 242.29 亿元，较 2019 年底增长 8.45%，全部为长期债务（长期借款和应付债券）。2020 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 77.03%、76.74%和 76.74%，较上年底均进一步上升，公司债务负担重。

表 9　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	0.00	6.57	0.00
长期债务	217.59	223.42	242.29
全部债务	217.59	229.99	242.29
长期债务资本化比率	74.74	75.22	76.74
全部债务资本化比率	74.74	75.75	76.74
资产负债率	75.15	76.13	77.03

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

有息债务到期时间分布方面，2020－2022 年公司到期债务规模分别为 11.06 亿元、14.83 亿元和 13.18 亿元。

4．盈利能力

受通车里程增加及衔接路段通车带动通行费收入增长影响，跟踪期内，公司营业收入快速增长，但规模仍较小，整体盈利能力弱。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司经营出现亏损。

2019 年，公司实现营业收入 3.07 亿元，同比增长 32.38%，主要系通行费收入增长所致。同期，公司营业成本为 1.65 亿元，同比变化不大。公司营业利润率为 43.00%，同比上升 17.66 个百分点。

2019 年，公司期间费用 1.25 亿元，同比增长 316.41%，主要系 2019 年在建工程（宝鸡至陕甘界段）转入固定资产，其利息费用化导致财务费用大幅增加所致。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用占营业收入的比重为 40.67%，同比上升 27.74 个百分点。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率为 0.03%，净资产收益率为 0.12%，同比分别下降 0.07 个和 0.29 个百分点，公司盈利能力弱。

表 10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	2.32	3.07
营业利润	0.30	0.08
期间费用	0.30	1.25
利润总额	0.30	0.08
营业利润率	25.34	43.00
总资本收益率	0.10	0.03
净资产收益率	0.41	0.12

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

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.18 亿元，相当于 2019 年全年的 5.84%；营业利润率-50.53%；利润总额-0.17 亿元。

5．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金小幅净流出；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有所下降，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，公司存在一定的资金压力。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入 4.89 亿元，同比增长 34.9%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 2.50 亿元，主要为收到的通行费收入所致；收到其他与经营活动有关的现金 2.40 亿元，同比增长 59.48%，主要系往来款增加所致，构成主要包括往来款（占 99.25%）和利息收入（占 0.74%）。2019 年公司经营活动现金流出 5.82 亿元，同比增长 68.35%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 0.73 亿元，同比增长 52.76%；支付其他与经营活动有关的现金 4.16 亿元，同比增长 91.99%，主要系支付的往来款增加所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.92 亿元；现金收入比为 81.31%，同比下降 10.28 个百分点，收入实现质量有所下降。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	3.63	4.89
经营活动现金流出量	3.45	5.82
经营活动净现金流	0.17	-0.92
投资活动净现金流	-9.47	-4.31
筹资活动净现金流	9.12	3.20
现金收入比	91.59	81.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 0.18 亿元，同比下降 96.65%。其中收到其他与投资活动有关的现金 0.17 亿元；2019 年，公司投资活动现金流出 4.49 亿元，同比下降 69.50%，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同比有所下降。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.31 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 24.19 亿元，同比下降 27.19%，全部为取得借款（长期借款）收到的现金。2019 年，公司筹资活动现金流出 20.99 亿元，同比下降

12.92%，主要为偿还债务本息支付的现金。2019年，公司筹资活动现金流量净额3.20亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额-0.15亿元；投资活动现金流量净额-2.97亿元；筹资活动现金流量净额9.47亿元，公司对外筹资力度有所加强。

6. 偿债能力

公司债务以长期债务为主，公司的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，且持续获得外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为84.28%和84.27%，较上年底均大幅下降，分别下降123.02个百分点和123.01个百分点；现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.29倍；2019年，公司经营现金流动负债比为-8.17%，经营活动现金净流量对流动负债没有保障能力。2020年3月底，公司现金类资产为8.25亿元。

从长期偿债能力看，2019年，公司EBITDA为1.10亿元，同比增加0.76亿元；全部债务/EBITDA为208.21倍，EBITDA利息倍数为0.12倍。

截至2020年3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82.50亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2020年3月底，公司对外担保余额10.00亿元，担保比率为13.62%。被担保方为公司股东陕西高速集团，经营状况正常。

十、存续债券偿还能力分析

跟踪期内公司经营活动现金流和EBITD对“20宝汉高速MTN001”的保障程度弱。陕西高速集团整体实力很强，其担保能有效提升“20宝汉高速MTN001”的偿付安全性。

1. 存续债券偿还能力分析

公司存续债券“20宝汉高速MTN001”余额5.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为1.10亿元、4.89亿元和-0.92亿元，分别为待偿还债券余额的0.22倍、0.98倍和-0.18倍，公司经营活动净现金流为负值，对上述债券无保障能力。总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对存续债券的保障程度弱。

2. 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“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2019年底，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。2019年，陕西高速集团实现营业总收入120.41亿元，其中公路运营收入96.26亿元。

截至2019年底，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45.00%，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。

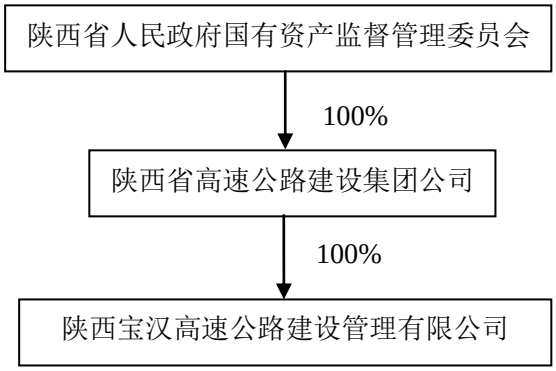
2019 年，陕西高速集团 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 68.34 亿元、144.96 亿元和 70.85 亿元，分别为“20 宝汉高速 MTN001”待偿还债券余额的 13.67 倍、28.99 倍和 14.17 倍，陕西高速集团经营活动现金流和 EBITDA 对“20 宝汉高速 MTN001”的保障程度很强。

经联合资信评定，陕西高速集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，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。

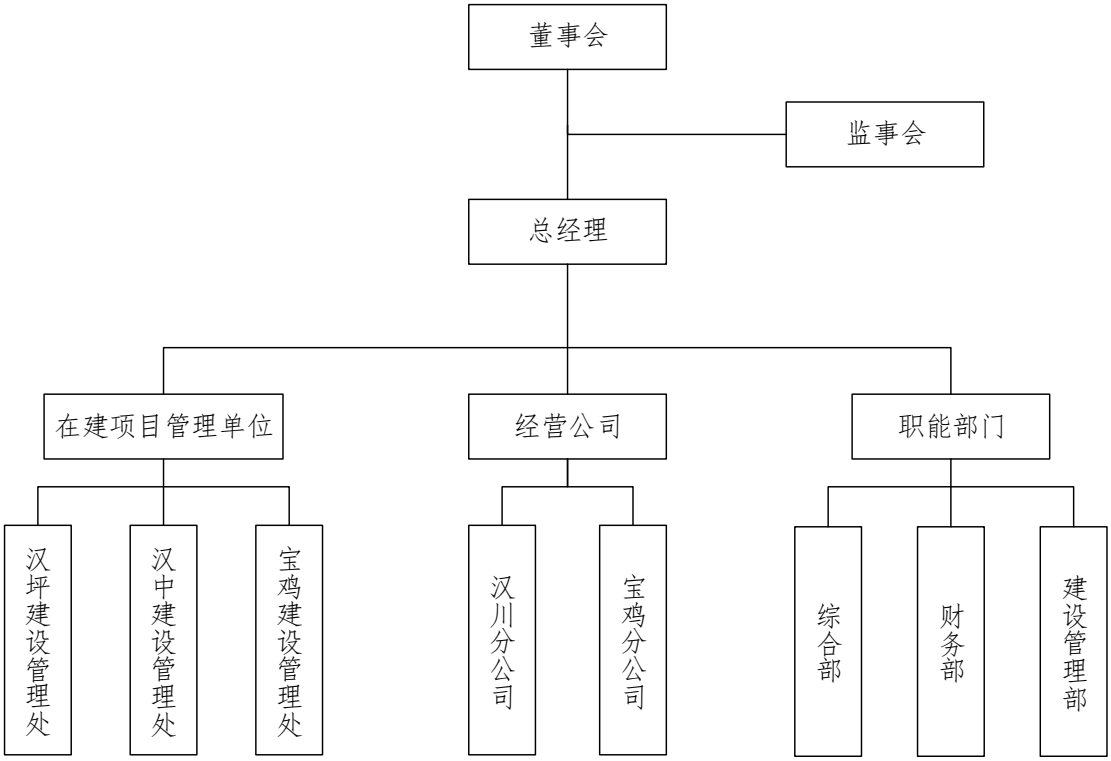
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标（公司）

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.10	3.93	1.89	8.25
资产总额（亿元）	280.31	295.89	308.37	319.66
所有者权益（亿元）	72.38	73.53	73.62	73.42
短期债务（亿元）	0.00	0.00	6.57	0.00
长期债务（亿元）	199.18	217.59	223.42	242.29
全部债务（亿元）	199.18	217.59	229.99	242.29
营业收入（亿元）	1.23	2.32	3.07	0.18
利润总额（亿元）	0.10	0.30	0.08	-0.17
EBITDA（亿元）	0.12	0.34	1.10	--
经营性净现金流（亿元）	-0.17	0.17	-0.92	-0.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.13	11.93	8.72	--
存货周转次数（次）	--	2880.56	1305.41	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	98.71	91.59	81.31	129.84
营业利润率（%）	27.45	25.34	43.00	-50.53
总资本收益率（%）	0.04	0.10	0.03	--
净资产收益率（%）	0.14	0.41	0.12	--
长期债务资本化比率（%）	73.35	74.74	75.22	76.74
全部债务资本化比率（%）	73.35	74.74	75.75	76.74
资产负债率（%）	74.18	75.15	76.13	77.03
流动比率（%）	121.17	207.30	84.28	401.24
速动比率（%）	121.17	207.28	84.27	401.21
经营现金流动负债比（%）	-1.96	3.69	-8.17	--
现金短期债务比（倍）	*	*	0.29	*
全部债务/EBITDA（倍）	1611.37	647.08	208.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.01	0.04	0.12	--

注：1.2020 年一季度财务报表未经审计；2. *表示数据项数据过大

附件 3　主要财务数据及指标（陕西高速集团）

项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	67.56	61.38	94.66	78.48
资产总额（亿元）	2003.19	2067.83	2197.38	2192.99
所有者权益（亿元）	510.44	582.00	702.66	689.15
短期债务（亿元）	183.20	101.65	144.11	203.25
长期债务（亿元）	1195.98	1260.87	1225.03	1182.24
全部债务（亿元）	1379.18	1362.52	1369.13	1385.50
营业收入（亿元）	126.75	114.17	120.41	10.83
利润总额（亿元）	1.75	1.30	1.68	-11.07
EBITDA（亿元）	66.24	63.45	68.34	--
经营性净现金流（亿元）	79.28	87.06	70.85	-11.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.08	12.88	27.90	--
存货周转次数（次）	3.49	5.56	4.46	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	88.18	109.80	104.19	72.69
营业利润率（%）	54.64	59.74	60.75	15.63
总资本收益率（%）	0.07	0.06	0.06	--
净资产收益率（%）	0.27	0.19	0.19	--
长期债务资本化比率（%）	70.09	68.42	63.55	63.17
全部债务资本化比率（%）	72.99	70.07	66.08	66.78
资产负债率（%）	74.52	71.85	68.02	68.57
流动比率（%）	42.29	49.20	49.10	35.55
速动比率（%）	39.83	45.61	44.78	32.19
经营现金流动负债比（%）	26.73	38.74	26.29	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.47	0.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.19	22.15	19.93	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.92	0.84	0.99	--

注：1. 陕西高速集团 2020 年一季度财务报表未经审计；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	(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 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