

甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2018]101109】

评级对象： 甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券

18 甘公投 CP001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/A-1/2018 年 8 月 29 日

首次评级： AAA/稳定/A-1/2017 年 6 月 26 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	87.01	179.40	213.94	272.63
刚性债务	1567.21	1732.73	1937.31	2105.71
所有者权益	954.51	976.83	1053.78	1082.91
经营性现金净流入量	37.99	43.33	98.22	18.94
发行人合并数据及指标：				
总资产	2598.24	2851.00	3197.86	3380.92
总负债	1639.23	1865.04	2062.44	2215.43
刚性债务	1572.24	1743.34	1938.97	2107.36
所有者权益	959.01	985.96	1135.42	1165.50
营业收入	305.77	571.68	725.79	154.02
净利润	16.83	14.49	10.76	1.37
经营性现金净流入量	35.25	31.18	40.65	16.87
EBITDA	55.53	61.93	65.18	—
资产负债率[%]	63.09	65.42	64.49	65.53
长短期债务比[%]	838.78	479.75	639.73	718.06
权益资本与刚性债务比率[%]	61.00	56.56	58.56	55.31
流动比率[%]	182.13	117.41	157.47	221.15
现金比率[%]	59.69	70.06	95.34	127.37
利息保障倍数[倍]	0.65	0.73	0.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.66	0.74	0.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注：根据甘肃公投经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

周文哲 zww@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司（简称“甘肃公投”、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 甘公投 CP001 的跟踪评级反映了 2017 年以来甘肃公投在政府支持、区位优势及财务弹性等方面保持优势，同时也反映了公司在腹地经济制约、净利润下滑、资本支出、资产置入、贸易及旅游业务、公路建设及质量管理等方面继续面临风险与压力。

主要优势：

- **持续获得政府支持。**甘肃公投系国有独资企业，为甘肃省最主要的高等级公路及旅游资源的投融资、开发建设及运营主体，近年来在政策、资产注入及税收优惠等方面持续获得国家及省政府的支持。
- **区位优势突出。**甘肃省作为丝绸之路经济带的重要节点，亦是西北五省交通运输的中枢，甘肃公投运营的高速公路资产大部分为国家高速公路网路段，区位优势突出。
- **财务弹性较强。**近年来甘肃公投财务杠杆保持相对稳定，债务期限结构与主业匹配性较好。公司融资渠道较畅通，可动用货币资金较充裕，且持有一定规模金融资产，财务弹性较强，可对本期短券到期足额偿付提供一定保障。

主要风险：

- **腹地经济制约。**甘肃省及周边省份经济基础薄弱，在一定程度上制约了甘肃公投车辆通行费的增长空间。
- **净利润下滑，盈利对投资收益依赖度提高。**受二级公路收费取消、财务费用递增等影响，跟踪期内甘肃公投净利润同比下滑，盈利对投资

收益依赖度上升。

- **资本支出压力大，资产受限程度较高。**甘肃公投对甘肃省高等级公路建设资金投入规模大，未来随着规划的实施，建设规模将不断扩大，面临较大的资本支出压力。同时，其大部分的资产已被抵质押，融资压力较大。
- **贸易业务风险较大。**甘肃公投贸易业务经营规模持续扩大，易对周转资金形成占用，且主要贸易品种铜、锌、铝、镍等属于大宗商品，价格存在周期性波动。
- **旅游业务投资风险。**甘肃公投旅游业务投入金额较大且集中，投资回收周期长，同时景区游客安全管理难度较大，尽管市场潜力大但发展前景难以预测。
- **工程建设及质量管理待加强。**跟踪期内甘肃公投二级公路折达公路考勒隧道发生工程质量问题，公司在项目建设管理及质量把控方面有待提高。

➤ 未来展望

通过对甘肃公投及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券（简称“18 甘公投 CP001”、本期短券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据甘肃公投提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对甘肃公投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2017 年 8 月在中国银行间市场交易商协会成功注册了 20 亿元短期融资券发行额度（中市协注[2017]CP136 号），并于 2018 年 3 月发行规模为 20 亿元的 18 甘公投 CP001。本期短券所募资金不涉及项目投资，扣除发行费用后用于优化债务结构、偿还到期债务。

截至 2018 年 7 月末，该公司待偿还债券本金合计 356.88 亿元人民币、4.10 亿欧元和 5.00 亿美元，其中本金 26 亿元人民币的债券将于 2018 年 9-12 月内陆续到期。公司存续期内债券具体情况如下表所示。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	债券余额 (亿元)
11 甘公投 MTN1	30.00	7 年	7.20	2011-09-19	2018-09-19	12.00
11 甘公投 MTN2	20.00	7 年	6.75	2011-11-16	2018-11-16	4.00
12 甘公投 MTN2	22.00	7 年	7.03	2012-01-17	2019-01-17	22.00
12 甘公投 MTN3	20.00	10 年	6.58	2012-09-24	2022-09-24	20.00
13 甘公投 MTN1	30.00	10 年	6.20	2013-03-28	2023-03-28	29.30
14 甘公投债 01	25.00	4+2 年	7.00	2014-02-27	2020-02-27	24.58
14 甘公投 PPN002	15.00	5 年	7.60	2014-06-06	2019-06-06	15.00
14 甘公投 MTN002	20.00	7 年	5.85	2014-10-20	2021-10-20	20.00
14 甘公投 PPN003	15.00	5 年	6.50	2014-10-22	2019-10-22	15.00
14 甘公投 MTN003	10.00	7 年	5.80	2014-11-18	2021-11-18	10.00
14 甘公投债 02	25.00	7 年	5.85	2014-12-01	2021-12-01	25.00
15 甘公投 PPN001	15.00	5 年	6.00	2015-03-25	2020-03-25	15.00
15 甘公投 MTN001	15.00	5+N 年	4.92	2015-10-19	2020-10-19	15.00
15 甘公投 MTN002	20.00	7 年	4.61	2015-11-24	2022-11-24	20.00
15 甘公投 PPN002	15.00	5 年	4.30	2015-12-09	2020-12-09	15.00
16 甘公投 MTN001	20.00	7 年	3.76	2016-03-18	2023-03-18	20.00
16 甘公投 MTN002	30.00	7 年	3.95	2016-06-28	2023-06-28	30.00
省公航旅集团 3% B2019	5.00 亿美元	3 年	3.00	2016-11-18	2019-11-18	5.00 亿美元
16 甘公投 MTN003	6.00	5+N 年	4.12	2016-11-29	2021-11-29	6.00
17 甘公投 MTN001	9.00	5+N 年	5.49	2017-08-11	2022-08-11	9.00

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	债券余额 (亿元)
省公航旅集团 1.875% B2020	4.10 亿欧元	3 年	1.88	2017-12-07	2020-12-07	4.10 亿欧元
18 甘公投 SCP001	10.00	270 天	5.25	2018-03-14	2018-12-09	10.00
18 甘公投 CP001	20.00	365 天	5.28	2018-03-21	2019-03-21	20.00

资料来源：甘肃公投（截至 2018 年 7 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转

换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来收费公路网络不断完善，收费公路运营有相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛现金流；但考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。区域经济及客货运输需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息能力或将持续弱化。

A. 行业概况

收费公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，对我国经济长远发展具有重要意义。Wind 数据显示，2016 年我国公路建设固定资产投资额为 1.78 万亿元，同比增长 7.72%；2017 年公路建设固定资产投资额为 2.12 万亿元，同比增长 18.97%，投资快速增长。根据《2017 年全国收费公路统计公报》，截

至 2017 年末我国收费高速公路累计建设投资总额为 7.63 万亿元，同比增长 9.75%，增速较上年提升 0.10 个百分点；2015-2017 年年度收费高速公路投资分别为 0.80 万亿元、0.61 万亿元和 0.65 万亿元，2017 年收费高速公路投资额继 2016 年下滑后有所回升。

图表 2. 我国收费公路投资规模与里程规模（单位：亿元、公里）

投资额	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	63,431.24	14.47%	69,552.17	9.65%	76,335.80	9.75%
收费公路：一级公路	3,554.08	4.32%	3,741.22	5.27%	3,703.52	-1.01%
收费公路：二级公路	1,008.93	-22.25%	1,004.58	-0.43%	473.60	-52.86%
收费公路：独立桥梁	1,287.53	14.82%	1,353.43	5.12%	1,602.40	18.40%
收费公路：独立隧道	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%	228.63	10.92%
收费公路年度总投资	69,488.49	13.08%	75,857.52	9.17%	82,343.94	8.55%
里程规模	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	117,021.90	9.63%	124,507.60	6.40%	132,637.50	6.53%
收费公路：一级公路	23,376.60	-0.17%	23,512.80	0.58%	20,666.60	-12.10%
收费公路：二级公路	22,867.30	-27.70%	21,949.00	-4.02%	9,549.70	-56.49%
收费公路：独立桥梁	1,007.20	43.09%	963.60	-4.33%	779.10	-19.15%
收费公路：独立隧道	161.10	80.20%	159.20	-1.18%	103.70	-34.86%
收费公路里程总计	164,434.10	1.14%	171,092.20	4.05%	163,736.60	-4.30%

资料来源：Wind 及各年收费公路统计公报等

收费公路投建及运营主体经营情况与省内路网规划与建设息息相关，北京、河南、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，区域内公路投建及运营主体在建及拟建高速里程相对较小，但征地、拆迁等成本的攀升也带来了一定资金需求和投融资压力。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时由于地区地形构造较复杂，收费公路建设成本通常较高，企业将面临相对较大的投融资压力。2017 年末收费高速公路债务余额为 49,867.38 亿元，其中年末银行贷款余额 43,409.83 亿元，单公里债务余额达 3,760 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率普遍偏高；而十三五时期，收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 3. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年（末）
收费高速公路投资资本金	19,671.36	21,152.38	25,614.16
收费高速公路财政性资本金	10,733.29	11,524.45	14,480.14
收费高速公路非财政性资本金	8,938.07	9,627.94	11,134.02
收费高速公路投资银行贷款	40,723.05	44,833.43	49,091.03
收费高速公路年末债务余额	41,460.06	45,634.98	49,867.38
收费高速公路年末银行贷款余额	35,389.45	39,365.54	43,409.83
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3543	0.3665	0.3760

资料来源：Wind 及各年收费公路统计公报等

收费公路行业在路产建设时期对外筹融资的资金需求大，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构的支持，有利于降低企业的项目资金风险。

但是就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2015-2017 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为 -2,942.35 亿元、-3,821.66 亿元和 3770.99 亿元，2017 年虽然收支缺口有所缩小，但入不敷出的局面依旧严重。

图表 4. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费高速公路	2015 年	2016 年	2017 年
收费高速公路通行费收入	3,724.75	4,181.32	4,752.75
收费高速公路支出项	6,667.10	8,002.97	8,523.75
其中：还本付息支出	5,298.55	6,570.07	6,976.22
--偿还债务本金	3,182.62	4,381.67	4,603.73
--偿还债务利息	2,115.92	2,188.40	2,372.49
收费高速公路收支平衡结果	-2,942.35	-3,821.66	-3,770.99
单公里年通行费收入[万元/公里]	318.30	335.83	358.33
存量债务消化周期[年]	10.29	10.41	10.05
通行费收入利息覆盖水平[倍]	1.76	1.91	2.00
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.17	0.95	1.03
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.70	0.64	0.68

资料来源：根据 Wind 及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

B. 政策环境

收费公路收费具有很强的政策性，收费公路的收费年限和收费标准需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，行业对收费公路收费政策变化的敏感度较高，国家对收费公路收费期限、收费标准等均作了明确规定。

2015 年 7 月 21 日，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，根据意见稿，政府收费公路中的高速公路实行统借统还，不再规定具体的收费期限，而是以实际偿债期为准，确定收费期限。特许经营高速公路经营期限一般不超过 30 年，投资规模大、回报周期长的高速公路可以约定超过 30 年；偿债期、经营期结束后，实行养护管理收费。未来高速公路是否按照“用路者付费”的原则实行长期收费将对收费公路企业公路建设、经营规划和投融资决策产生一定影响。长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策方面，2015 年 5 月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（简称“《交通运输投融资意见》”）中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），鼓励和吸引社会资本投入，激

发社会资本投资活力。此外，交通部提出探索设立交通产业投资基金，以财政性资金为引导，吸引社会法人投入，建立稳定的公路、水路交通发展的资金渠道。同时，鼓励民间资本发起设立用于公路、水路交通基础设施建设的产业投资基金，研究探索运用财政性资金通过认购基金份额等方式支持产业基金发展。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预（2017）97号（简称“97号文”），重点提出：（1）“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。（2）“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至97号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用BOT等经营性模式投资建设，另一种是由县级以上交通运输部门采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。（3）“收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划的地方收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。

C. 竞争格局/态势

收费公路建设经营等各环节体现政府意志，现阶段我国收费公路建设大多由国家、省、市三级政府共同投资，并由省级公路运营管理主体负责区域内收费公路的投资建设，项目公司负责具体项目的运营，区域专营现象较为明显，行业进入壁垒高。由于高初始投资成本和随后而来的规模经济，在收费公路行业内构建竞争资产通常在经济上不可行。此外，收费公路行业区域布局和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

个体企业在经营上的差异主要体现在以下几个方面：规模、路产地位、路产效益、竞争分流、基础设施开发/改扩建和多元化业务拓展。（1）收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现，控股路产数量、收费路产里程、通行费收入规模、总资产规模等均是决定收费公路规模的关键因素。（2）收费公路作为国家重要交通基础设施，其路段地位主要体现在国家/省级收费公路网络规划，主干线收费公路在交通区位等方面具有突出表现，因此收费公路企业控股路产在国家收费公路网络布局中的地位对其发展较为重要，其竞争能力和经营稳定性较强。（3）控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准，规模是体现企业竞争能力的“量”，而效益则是体现竞争能力的“质”，从单公里收费水平、路产收费对利息和债务的覆盖能力等方面路产效益。（4）竞争分流因素并非长期性，但需关注初期对车流量和收入的波动影响。（5）基础设施开发/改扩建是规模化的延伸，持续的再投资确保收费公路设施的完善和更新，以吸引相对稳定的客货运输需求；同时也考察企业资本改善能力和增量债务压力。（6）多元业务特定风险及对主业稳定性的影响。对于刚开始探索多元化且未

形成多元化业务经营方向的收费公路企业，多元化业务风险或将被放大，或对稳健发展的收费主业产生反噬影响。

财务方面，受资本和资产驱动，收费公路行业内企业资产负债率普遍偏高（68%），利率敏感性较明显。收费公路上市公司融资渠道较多元，包括股票定增、债券发行、银行借款等方式，其财务杠杆弹性相对较大，上市公司财务杠杆平均水平在 45%，而交通集团平台资产负债率较高。由于行业特性提供了相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛的现金流量，这一特性有助于收费公路企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流以偿还债务。此外，收费公路企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府资金或财政补贴支持。

图表 5. 行业内核心上市样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

代码	简称	里程	通行费收入	收费水平 [万元/年/ 公里]	营业收入	毛利率	营业利润	净利润	经营性 净现金 流入	总资产	总负债	资产负债率
601107.SH	四川成渝	744	32.26	434	79.84	27.28	12.66	9.69	17.80	342.85	200.00	58.34
600377.SH	宁沪高速	582	71.04	1221	94.56	54.16	47.24	36.85	52.32	425.32	166.38	39.12
600350.SH	山东高速	1067	61.82	579	73.80	56.76	44.77	28.77	34.74	508.39	237.70	46.75
600269.SH	赣粤高速	796	30.78	387	43.28	41.44	9.45	9.23	19.34	340.87	180.60	52.98
600548.SH	深高速	541	42.85	792	48.37	48.34	19.08	15.46	26.61	374.74	216.99	57.91
000900.SZ	现代投资	338	23.45	694	105.93	14.84	10.03	8.46	6.42	229.98	141.43	61.50
600020.SH	中原高速	826	40.26	487	58.47	48.17	14.85	11.92	29.16	502.41	369.29	73.50
600033.SH	福建高速	282	24.42	866	24.74	60.59	11.64	8.63	17.59	176.35	70.87	40.19
600012.SH	皖通高速	526	26.75	509	28.61	58.60	15.40	10.86	18.83	141.76	41.46	29.25
000429.SZ	粤高速 A	158	29.79	1885	30.89	59.63	18.37	17.10	21.95	165.23	70.69	42.78
600035.SH	楚天高速	415	13.22	319	26.88	38.05	7.49	5.72	8.34	106.35	46.08	43.33
000916.SZ	华北高速	143	6.52	456	10.02	54.58	4.71	3.97	9.50	57.05	6.93	12.14
000548.SZ	湖南投资	62	1.58	255	9.71	34.03	1.63	1.22	2.65	20.81	4.47	21.48
600368.SH	五洲交通	368	11.38	309	17.92	56.22	4.48	3.56	13.74	106.93	74.40	69.58
000828.SZ	东莞控股	56	10.93	1952	14.52	65.34	11.06	8.89	0.49	102.17	45.33	44.37
601518.SH	吉林高速	152	9.73	641	9.74	64.05	3.76	2.67	6.84	63.09	30.85	48.90
600106.SH	重庆路桥	16	2.36	1475	2.38	89.86	2.98	2.80	3.33	67.06	31.25	46.61
601188.SH	龙江交通	133	4.02	302	17.87	27.26	4.57	3.91	6.81	48.74	7.95	16.31

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算（①数据时间节点为 2017 年（末）；②华北高速已于 2017-12-25 退市，原华北高速被吸收合并变更为“招商公路”）

D. 风险关注

收费公路行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车高速投资回收期拉长、居高的造价成本以及其他运输方式竞争分流，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。

行业债务和利息偿付将继续承压，发债主体财务杠杆普遍较高。收费公路行业存量债务规模大，且存量债务付息的比例明显升高，通行费收入已经难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以付息。考虑到未来仍有较大的投资资金需求，收费公路行业收支缺口或将继续扩大，行业债务和利息偿付将继续承压。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息能力或将持续弱化。对于收费公路发债主体而言，前期积累较大规模债务且部分

债务陆续到期需兑付，同时在建及拟建高速公路存在一定资金需求量，收费公路发债主体财务杠杆普遍较高，十三五时期收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

多元化业务对收费公路企业主营业务和财务稳健性或产生影响。收费公路行业内部部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来了主营业务稳定性的波动和其他行业典型性风险。

不同区域高速公路信用质量分化。中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高，在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，更易受冲击，不同区域高速公路信用质量出现分化。

纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖能力或将进一步弱化。

（3）区域市场因素

A. 甘肃省经济发展状况

甘肃省已形成以石油化工、有色冶金、食品、电力、机械、煤炭为主要支柱行业的工业体系，是我国重要的能源、原材料工业基地。除了能源和金属矿产资源储量丰富外，该省地域特色明显，拥有嘉峪关、莫高窟等著名旅游景点，旅游资源较为丰富。2015-2017年，甘肃省地区生产总值逐年增长。在我国西部十个行政区域中，甘肃省主要经济指标相对靠后，经济发展基础较为薄弱。

甘肃省位于我国西部地区，地处黄河中上游，是我国西北部地区与中原地区交汇的重要地带，东接陕西，南邻四川，西连青海、新疆，北靠内蒙古，东西蜿蜒 1,600 多公里，面积 45.37 万平方公里。2017 年末，甘肃省常住人口 2,625.71 万人，较上年末增加 15.76 万人。

2017 年，甘肃省实现地区生产总值 7,677.0 亿元，同比增长 3.6%，在西部十个行政区域¹中排名第七，其经济基础相对较薄弱。第一产业增加值 1,063.6 亿元，同比增长 5.4%；第二产业增加值 2,562.7 亿元，同比下降 1.0%；第三产业增加值 4,050.8 亿元，同比增长 6.5%。2014 年甘肃省第三产业比重首次超过第二产业，之后经济结构继续调整，2017 年三产结构为 13.85:33.38:52.77。当年规模以上工业增加值 1,603.7 亿元，同比下降 1.7%；全省固定资产投资 5,696.3 亿元，同比下降 40.3%。目前甘肃省已形成了以石油化工、有色冶金、食品、电力、机械、煤炭为主要支柱行业的工业体系，是中国重要的能源、原材料工业基地。除了能源和金属矿产资源储量丰富外，甘肃省地域特色明显，拥有嘉峪关、莫高窟等著名旅游景点，旅游资源较为丰富。2015-2017 年，甘肃省的国内旅游人数分别为 1.56 亿人次、1.91 亿人次和 2.39 亿人次，分别实现国内旅游收入 974.5 亿元、1,219.2 亿元和 1,578.7 亿元，增长较快。

¹ 甘肃、陕西、宁夏、青海、新疆、四川、重庆、贵州、云南和西藏。

图表 6. 2015-2017 年甘肃省主要经济指标（单位：%）

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	6,790.32	8.10	7,152.04	7.60	7,677.00	3.60
第一产业增加值（亿元）	954.54	5.40	973.47	5.50	1,063.60	5.40
第二产业增加值（亿元）	2,494.77	7.40	2,491.53	6.80	2,562.70	-1.00
第三产业增加值（亿元）	3,341.01	9.70	3,687.04	8.90	4,050.80	6.50
固定资产投资（亿元）	8,626.60	11.17	9,534.10	10.52	5,696.30	-40.30
社会消费品零售总额（亿元）	2,907.20	9.00	3,184.39	9.50	3,426.60	7.60
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.38	9.00	2.57	8.10	2.78	8.10
农民人均纯收入（万元）	0.69	10.50	0.75	7.50	0.81	8.30
民用汽车保有量（万辆）	296.84	28.03	330.37	11.30	334.60	1.30

资料来源：甘肃省国民经济和社会发展统计公报、甘肃统计信息网、甘肃公投

注：增幅引自当年甘肃省国民经济和社会发展统计公报及相关网站，非上表中绝对值的增幅

B. 甘肃省收费公路概况与未来规划

甘肃省为西南、西北的交通枢纽，具有较好的区位优势。随着甘肃省及周边省份经济的发展以及作为向西开放大通道，该省公路交通需求不断增长。由于该省幅员广阔，未来交通基础设施建设任务仍重大，公路企业面临良好发展机遇。

近年来甘肃省持续加大交通基础设施建设力度。根据《2017 年甘肃省收费公路统计公报》披露，截至 2017 年末甘肃省收费公路里程为 3,702.7 公里，较上年末净减少 4,444.8 公里（主要系因二级公路取消收费所致，收费公路中高速公路净增加 67.0 公里，二级公路和独立桥隧分别净减少 4,501.1 公里和 10.7 公里）。甘肃省收费公路中，高速公路 3,652.5 公里、一级公路 50.2 公里。全省收费公路共有主线收费站 14.5 个，其中高速公路 13.5 个、一级公路 1 个。2017 年全省公路通行费收入 74.18 亿元，较上年末减少 6.45 亿元，降幅为 8.00%；支出总额为 175.76 亿元，较上年末增加 41.74 亿元，增长 31.15%；通行费收支缺口 101.58 亿元，较上年末增加 48.20 亿元，增长 90.28%。同年，全省收费公路共减免车辆通行费 17.06 亿元。根据甘肃省 2018 年政府工作报告，2017 年全省新增通车里程 1.18 万公里；高速公路总里程突破 4,000 公里。

2017 年甘肃省各种运输方式完成货物周转量 2,439.8 亿吨公里，增长 12.40%，其中公路运输完成货运周转量 1,048.9 亿吨公里，增长 10.5%。当年全省旅客周转量为 643.1 亿人公里，增长 1.3%，其中公路运输旅客周转量 247.8 亿人公里，减少 2.2%。

2015 年 4 月 7 日，甘肃省人民政府以甘政发〔2015〕29 号文件正式批复实施《丝绸之路经济带甘肃段“6873”交通突破行动实施方案》。该方案提出，全面贯彻落实国家“一带一路”、西部大开发、扶贫攻坚等重大战略部署和《“丝绸之路经济带”甘肃段建设总体方案》。具体而言，立足甘肃作为西北交通枢纽和向西开放大通道的战略定位，主动适应经济发展新常态，以建设公路、铁路、民航骨干网络为重点，从 2015 年起至 2020 年，集中力量开展“6873”交通突破行动，即用 6 年时间，完成投资 8,000 亿元以上（公路建设 5,000 亿元、铁路建设 3,000 亿元、民航建设 400 亿元），建成公路、铁路 70,000 公里以上（公路 67,000 公里、铁路 3,400 公里）；实现全省对内对外公路畅通、铁路连通、航路广通三大突破，着力推进交通基础设施网络化和现代化，加快形成适度超前、功能配套、安全高效、四通八达的现代化立体交通骨干网络。

2017 年，甘肃省人民政府印发《甘肃省“十三五”综合交通发展规划》，提出至 2020 年该省将基本建成辐射全国、沟通“一带一路”沿线国家的“两横七纵”综合交通运输通道，高速公路通车里程达 7,300 公里，实现县县通高速、乡镇通国道、村村通沥青或水泥路。甘肃省未来的投资规模很重，该公司面临着较大的资本性支出压力。

甘肃省高速公路于 2009 年 6 月 1 日开始实行收费公路载货类汽车计重收费政策，实施以收费站实地测量的载货类汽车车货总重为依据计重收取车辆通行费，对超载车辆加收 50%-200% 的通行费，该政策实施后，改变了长期以来采取以车辆核定装载质量为依据的计费模式，有利于通行费收入的增加，并有利于减少高速公路维护费用。

按照国务院办公厅《关于转发发展改革委、交通运输部、财政部逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知》要求，自 2017 年 5 月 31 日起，甘肃省全面停止政府还贷二级公路收费。停止收费后该省将撤掉 83 个收费站，涉及 61 条线路，总里程为 5,088.09 公里。其中，正在收费的 77 个收费站，涉及 56 条线路，里程为 4,889.72 公里；已获批或部分手续获批但尚未收费的 6 个收费站，涉及 5 条线路，里程为 198.37 公里。政府还贷二级公路收费的取消对该公司通行费收入造成一定影响。

综合来看，虽然收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营会产生一定影响，但随着国家发展战略以及甘肃高速公路网规划的实施，甘肃省高速公路建设与运营仍然面临良好的发展环境。

2. 业务运营

甘肃公投为甘肃省最重要的高等级公路及重要旅游资源的投融资、开发建设及运营主体，2012 年以来公司业务拓展至贸易、金融等领域，主营业务趋多元化。2017 年受二级公路收费取消影响，通行费业务收入有所回落，当年贸易业务规模的扩大则带动公司收入规模较快增长，但同时拉低了公司综合毛利率水平。

近年，该公司以“一业为主，多业经营”为发展战略，坚持高等级公路运营为主业的同时，积极推进贸易、旅游及金融服务等业务的发展。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 305.77 亿元、571.68 亿元 725.79 亿元和 154.02 亿元。从收入构成看，公司收入主要来源于公路运营业务和贸易业务，目前旅游服务及金融业务收入贡献相对有限。随着运营高等级公路通车里程的增加，2015-2016 年公司通行费收入维持增长；2017 年受二级公路收费取消影响，通行费收入有所回落。贸易业务收入规模增长快，占公司营业收入比重高。

图表 7. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利情况（单位：亿元、%）

构成	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	305.77	100.00	571.68	100.00	725.79	100.00	154.02	100.00
通行费	73.93	24.18	80.13	14.02	77.64	10.70	10.87	7.06
贸易	227.19	74.30	486.59	85.11	639.85	88.16	140.57	91.27
旅游服务	2.98	0.97	2.75	0.48	3.18	0.44	0.52	0.34
担保费	0.70	0.23	0.70	0.12	0.95	0.13	0.35	0.23
小额贷款	0.86	0.28	0.73	0.13	0.98	0.14	0.22	0.14
其他	0.11	0.03	0.79	0.14	3.18	0.44	1.49	0.97

构成	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	305.77	100.00	571.68	100.00	725.79	100.00	154.02	100.00
毛利/毛利率	56.22	18.39	62.47	10.93	59.87	8.25	10.29	6.68
通行费	53.90	72.90	60.43	75.42	56.16	72.33	9.26	85.16
贸易	0.08	0.03	0.06	0.01	0.24	0.04	0.05	0.03
旅游服务	0.58	19.46	0.72	25.99	0.79	24.98	0.01	2.44
担保费	0.70	100.00	0.37	52.47	0.54	56.61	0.35	100.00
小额贷款	0.86	100.00	0.70	95.73	0.92	93.07	0.22	100.00
其他	0.10	91.67	0.20	24.96	1.23	38.54	0.41	27.29

注：根据甘肃公投提供的数据整理

该公司贸易业务毛利率低，近三年均低于 0.05%；公路运营业务毛利率高，近三年均在 72%以上。公司毛利主要来源于公路运营业务，2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司公路运营业务毛利占营业毛利比例分别为 95.88%、96.74%、93.79%和 89.96%，贸易毛利占比分别为 0.14%、0.10%、0.41%和 0.44%。

（1）高等级公路运营业务

2011 年以来，甘肃省交通运输厅先后将其管理的已建成收费的 24 条高速公路和 4 条二级公路、已建成通车的 37 条收费二级公路、在建的 5 条高速公路和在建的 29 条二级公路资产无偿划转至该公司，同时新建的高等级公路基本由后者建设和运营。目前公司拥有的路产均为政府还贷公路，截至 2018 年 3 月末公司拥有已建成通车的公路 99 条，通车里程达到 9,232.74 公里。其中，高速公路 34 条，通车里程 3,587.41 公里；一级公路 2 条，通车里程 272.12 公里；二级公路 63 条，通车里程 5,373.21 公里。公司运营的高速公路大部分为国家高速公路网路段，是甘肃省周边地区通往中、东部地区的过境通道，具有较好的区位优势，车流量增长潜力较好，有利于公司通行费收入的稳定增长。

图表 8. 2015 年以来公司主要高速公路通行费收入情况（单位：亿元）

路段名称	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
谯口至柳沟河高速公路	3.87	4.18	3.94	0.61
古浪至永昌高速公路	2.73	2.73	3.14	0.42
永昌至山丹高速公路	2.90	3.05	3.75	0.60
兰州至海石湾高速公路	4.43	4.87	5.18	0.75
刘寨柯至白银高速公路	2.49	2.60	2.66	0.39
清水至嘉峪关高速公路	2.50	2.42	2.51	0.35
嘉峪关至安西高速公路	6.88	7.03	7.05	0.63
宝鸡至天水高速公路	2.11	2.31	1.85	0.27
天水至定西高速公路	5.57	5.91	5.62	0.61
平凉至定西高速公路	5.39	6.57	6.85	1.15
瓜州至猩猩峡高速公路	3.74	3.50	2.95	0.35
永登至古浪高速公路	2.82	2.73	2.77	0.44
合计	45.43	47.91	48.28	6.58
占总通行费收入比重（%）	60.43	59.79	62.18	60.51

资料来源：甘肃公投

2015-2017 年，该公司公路通行费收入先升后降，分别为 73.93 亿元、80.13 亿元和 77.64 亿元；通行费收入主要来源于高速公路，同期高速公路通行费收入分别为 65.07 亿元、71.38 亿元和 74.64 亿元，占总通行费收入近九成。根据《关于转发发展改革委、

交通运输部、财政部逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知》要求，2017年5月31日起公司拥有的二级公路均取消收费，受此影响2017年公司二级公路通行费收入较上年下降63.63%至2.98亿元。2015-2017年，公司收费公路运营毛利率分别为72.90%、75.42%和72.33%，呈现一定波动。2018年第一季度，通行费收入为10.87亿元，毛利率为85.16%。

根据《甘肃省交通运输厅2018年部门预算公开说明》，2018年财政拨款收支总预算为271.24亿元，其中69.76亿元系甘肃省自2017年5月31日取消政府还贷二级公路收费后，中央补助甘肃省专门用于偿还全省二级公路债务的偿债资金。目前有关部门尚未明确二级公路收费补偿方案。

图表9. 2015年以来公司路产通行费收入及成本明细（单位：亿元）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年第一季度	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
高速公路	65.07	14.27	71.38	14.70	74.23	18.14	10.80	1.37
一级公路	0.34	0.28	0.57	0.46	0.44	0.43	0.07	0.03
二级公路	8.52	4.71	8.19	4.59	2.98	2.91	--	0.22
合计	73.93	19.26	80.13	19.76	77.64	21.49	10.87	1.61

资料来源：甘肃公投

2017年8月，甘肃省发改委及财政厅发布《关于规范收费公路车辆通行费车型及收费标准的通知》，明确指出自2017年10月10日起省内高速公路执行车型分类收费标准。目前甘肃省高速公路收费标准相对于东部沿海省份和部分中西部省市仍处于较低水平，未来收费标准仍存在一定上调空间，但鉴于区域经济基础薄弱，上调幅度或将受到一定制约。

该公司主要根据甘肃省委、省政府的总体部署和每年的工作计划进行公路项目建设。截至2017年末，公司在建公路共32条，里程合计3,214公里，计划总投资2,077.55亿元，其中项目资本金664.85亿元（国高网项目资本金由交通部拨付，地方及二级公路则由省交通厅或地方财政拨付，根据项目建设进度一般一年拨付1-2次），累计已投资912.47亿元，到位资本金227.40亿元。2018-2020年，公司在建项目拟分别投资257.49亿元、320.05亿元金额287.90亿元。此外，公司拟建公路共3条，里程合计215.62公里，建设周期在2-3年，预计总投资325.36亿元。

图表10. 截至2017年末公司在建及拟建公路情况（单位：亿元、公里）

序号	项目名称	里程	预计总投资	其中：项目资本金	累计已投资	其中：已到位资本金	未来投资计划		
							2018年	2019年	2020年
在建项目									
1	兰海国家高速临洮至渭源段	63	47.73	10.90	49.32	5.96	-	-	-
2	十天高速公路徽县（大石碑）至天水段	249	206.21	52.94	206.52	35.38	0.50	-	-
3	京新高速白疙瘩至明水	137	69.75	20.26	47.72	17.42	22.54	-	-
4	金昌至武威高速公路延伸段 金昌至阿拉善右旗(甘蒙界)公路	65	29.34	5.90	16.04	2.79	13.30	-	-
5	兰州至永靖沿黄快速通道	48	61.07	15.27	59.28	4.40	2.79	-	-
6	兰州至郎木寺高速公路临夏至合作段	94	88.90	22.23	94.27	28.92	-	-	-
7	S314线瓜州至敦煌快速通道（续建）	146	9.80	2.03	7.46	-	2.36	-	-

序号	项目名称	里程	预计总投资	其中：项目资本金	累计已投资	其中：已到位资本金	未来投资计划		
							2018 年	2019 年	2020 年
在建项目									
8	连霍国道主干线兰州南绕城高速公路	58	69.97	19.65	84.53	11.51	13.50	-	-
9	渭源至武都高速公路	244	380.41	135.62	130.52	44.47	66.00	70.00	70.00
10	临夏双城至达里加高速	38	49.43	17.78	8.22	2.90	5.00	22.85	21.59
11	景泰至中川机场高速	122	79.93	27.75	11.18	8.00	10.00	42.15	27.77
12	平凉至天水高速	207	225.38	79.16	36.06	21.70	45.00	50.00	37.00
13	甜水堡至罗儿沟高速	295	348.20	125.09	37.58	-	45.00	60.00	73.00
14	武都至九寨沟高速公路	118	179.61	72.61	1.93	-	15.00	30.00	30.00
15	静宁至庄浪高速公路	79	81.47	17.21	4.89	-	15.00	37.01	24.70
16	会宁至老君坡高速公路	9	13.39	4.60	0.44	-	1.50	8.05	3.84
17	S311 线冶木峡隧道及连接线	7	1.50	0.53	2.16	0.53	-	-	-
18	S204 线尕秀至玛曲	60	5.37	0.90	6.62	1.10	-	-	-
19	G213 线达家台至折桥	84	17.25	1.26	20.42	1.56	-	-	-
20	S309 线临夏至大河家（甘青界）	77	7.41	1.46	7.17	1.66	-	-	-
21	S205 线韩店至张家川至天水（社棠）	103	15.76	3.28	16.37	4.11	-	-	-
22	S313 线迭部至宕昌	145	24.24	9.77	22.93	8.92	-	-	-
23	S202 线泾川至灵台至渗水坡	69	7.68	1.92	7.60	2.47	-	-	-
24	S317 临洮至康乐至和政	69	6.91	1.93	6.74	2.48	-	-	-
25	夏河至夏河机场	71	5.45	0.87	5.75	4.33	-	-	-
26	G212 韩家河至水泉	61	3.45	0.80	2.85	1.98	-	-	-
27	合作至冶力关	106	14.90	5.78	14.77	5.78	-	-	-
28	S311 线内官营至临洮	77	5.16	1.16	5.06	1.16	-	-	-
29	S208 武山县洛门至礼县	81	5.50	2.24	5.28	3.42	-	-	-
30	华池新堡至南梁	60	6.98	1.68	6.78	2.16	-	-	-
31	G312 线平凉城区过境段	29	4.60	1.16	4.56	1.19	-	-	-
32	礼县至武都公路	143	4.82	1.12	4.91	1.12	-	-	-
	小计	3,214	2,077.55	664.85	935.93	227.40	257.49	320.05	287.90
拟建项目									
1	G1816 乌海玛沁高速公路合作至碌曲段	103	150.00	30.00	-	-	-	0.50	1.00
2	张掖至汶川高速赛尔龙至郎木寺（甘川界）段	102	160.00	19.65	-	-	-	0.50	1.00
3	泾源至华亭高速公路	10.62	15.36	5.22	-	-	5.00	5.00	5.36
	小计	215.62	325.36	54.87	-	-	5.00	6.00	7.36

资料来源：甘肃公投

注：兰州至郎木寺高速公路临夏至合作段、S311 线冶木峡隧道及连接线、S309 线临夏至大河家（甘青界）等多个项目实际已完工，因尚处缺陷责任期内未转固，暂列在建工程。

根据《甘肃省“十三五”综合交通发展规划》，提出至 2020 年该省高速公路通车里程达 7,300 公里，目前通车里程较规划数差距悬殊，单纯以还贷公路形式建设落实难度大，公司正尝试将收费公路业务形式拓展至经营性公路，目前已签 PPP 项目共 3 个，系通渭至定西高速公路项目、定西至临洮高速公路项目和陇西至漳县高速公路项目²，上述项目全长合计 216.95 公里，概算投资金额近 270 亿元，计划于 2018 年内开工。整体

² 经查财政部政府和社会资本合作中心网站，截至 2018 年 6 月末仅定西至临洮高速公路项目已入项目管理库；其余两项目暂列项目储备清单。

看，未来甘肃省公路建设需求依旧巨大，随着建设规模的不断扩大，公司将持续面临较大的资本性支出压力。

（2）贸易业务

该公司于 2012 年开展贸易业务，该业务主要由物资分公司运营。公司与上港集团物流有限公司、中储发展股份有限公司、上海国储物流股份有限公司等国有物流仓储公司签订了物流仓储协议或合同，全权委托其负责公司与上下游客户货物过户、仓储和物流等现货流转事宜。公司贸易采用先款后货的交易方式。

该公司经营的贸易品种主要为电解铜、电解镍、锌锭、铝锭、铅锭等有色金属。2016 年公司新增铅锭和钢材业务。2017 年公司贸易品种新增水泥，未来拟进一步拓展贸易品种至其他公路原材料（如沥青等）。拓展公路原材料品种有助于公司通过批量采购对公路建设成本进行控制，发挥贸易业务与公路主业的协同效应。贸易量方面，2015 年以来贸易品类以电解铜为主，贸易量逐年上升；2016 年起锌锭的交易量大幅增长。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司贸易业务分别实现收入 227.19 亿元、486.59 亿元、639.85 亿元和 140.57 亿元，逐年增长。由于电解铜、镍等有色金属的价格存在周期性波动，公司贸易业务收入及盈利水平易受价格波动影响，2015 年以来公司贸易业务基本处于微利状态。

图表 11. 2015 年以来公司贸易业务情况

贸易品种	项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
电解铜	购销量（万吨）	107.52	252.33	223.09	40.78
	采购均价（万元/吨）	4.15	3.77	4.84	5.30
	销售均价（万元/吨）	4.16	3.76	4.84	5.30
电解镍	购销量（万吨）	5.10	4.42	2.77	-
	采购均价（万元/吨）	6.84	7.08	8.27	-
	销售均价（万元/吨）	6.84	7.08	8.27	-
锌锭	购销量（万吨）	17.06	64.06	146.83	37.55
	采购均价（万元/吨）	1.55	1.58	2.43	2.60
	销售均价（万元/吨）	1.55	1.58	2.43	2.59
铝锭	购销量（万吨）	18.18	16.71	16.03	8.60
	采购均价（万元/吨）	1.30	1.23	1.44	1.46
	销售均价（万元/吨）	1.30	1.23	1.44	1.47
铅锭	购销量（万吨）	-	28.42	5.92	-
	采购均价（万元/吨）	-	1.30	1.69	-
	销售均价（万元/吨）	-	1.30	1.69	-
钢材	购销量（万吨）	-	0.05	11.76	9.12
	采购均价（万元/吨）	-	0.33	0.41	0.40
	销售均价（万元/吨）	-	0.34	0.44	0.43
水泥	购销量（万吨）	-	-	15.21	4.64
	采购均价（万元/吨）	-	-	0.03	0.04
	销售均价（万元/吨）	-	-	0.04	0.04

资料来源：甘肃公投

（3）旅游业务

2011 年甘肃省人民政府将省内包括张掖丹霞、黄河三峡、山丹马场、贵清山、遮阳焉支山等知名旅游景点及周边设施等资产注入该公司，由其负责旅游配套设施的建设、运

营及相关旅游资源开发等。经过几年的开发建设及市场培育，公司下辖景区客流量逐年增长。2015-2017 年，公司全年分别完成旅游项目投资 1.96 亿元、5.59 亿元和 4.08 亿元；共计接待游客分别为 138.00 万人次、193.00 万人次和 235.65 万人次；分别实现旅游业务收入 2.98 亿元、2.75 亿元和 3.18 亿元；旅游业务毛利率分别为 19.46%、25.99%和 24.98%。2018 年第一季度，公司实现旅游业务收入 0.52 亿元，毛利率为 2.44%，毛利率较低主要系旅游淡季收入规模较小及相关固定成本持续确认所致。

图表 12. 2015 年以来公司景区运营及开发投资情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
投入运营景点项目数（个）	4	9	12	12
接待游客（万人次）	138.00	193.00	235.65	11.16
项目投资额（亿元）	1.96	5.59	4.08	1.02

资料来源：甘肃公投

截至 2018 年 3 月末，该公司在建旅游景点项目共 36 个，计划总投资为 43.94 亿元，累计已投资 19.71 亿元，2018 年 4-12 月及 2019 年分别拟投入 6.20 亿元和 1.82 亿元。

（4）航空业务

该公司曾是甘肃省唯一的民航机场建设运营主体，负责开发民航市场、拓展机场客货运输业务。2015 年，甘肃省政府对部分国有资产进行重组，将公司持有的民用机场及相关经营业务、资产转出，置入等量的与交通相关的资产和业务，具体为公司将持有的甘肃机场投资公司（简称“机场投资”，2014 年末账面价值 19.12 亿元）划转至省国资委，并更名为甘肃省民航机场集团有限公司（简称“甘肃省民航机场”），同时将持有的机场土地资产（2014 年末账面价值 25.89 亿元）及美兰机场股份（2014 年末账面价值 10.72 亿元）划转至甘肃省民航机场，截至 2016 年末上述资产已完成划转。自此，公司将不再参与甘肃省民用机场业务，转而发展通用航空业务³。省政府置入公司的等量公路资产包括省内部分收费公路的广告经营权与服务设施经营权、部分公路资产和甘肃公路服务有限公司、省交通投资管理有限公司及省交通厅所属单位持有的甘肃中油交通油品公司（简称“甘肃中油”）、甘肃实化交通服务有限公司（简称“甘肃实化”）股权等交通附属资产。目前仅乌海至玛沁高速（景泰至中川机场）段交付公司，其他资产划转尚无具体安排。

总体而言，2015 年以来受甘肃省国有企业改革政策影响，该公司不再参与民用机场建设及经营相关业务。由于划出资产未形成营业收入，资产划出对公司营收不产生影响；但目前资产置入进展缓慢且公司需承担后续投资。根据《甘肃省“十三五”通用航空发展规划》甘政办发[2016]199 号文，十三五期间甘肃省规划布局建设通用机场 25 个，公司通航业务或将迎来较好的发展机遇。

³ 2016 年，公司设立产业发展基金，于当年 1 月出资 1,911 万元与中飞通用航空有限责任公司共同设立了甘肃中飞通用航空有限公司，负责承建通用机场的运营工作；3 月出资 30 亿元成立甘肃航空产业投资有限公司。8 月，张掖丹霞通用机场建成并投入使用。2017 年公司通用航空业务收入 85.96 万元，主要为广告费收入。

(5) 金融业务

该公司不断开拓金融业务，涉及融资担保、小贷、资产管理、私募基金和典当等，目前金融服务收入主要来源于小额贷款和担保业务，由子公司兰州市公航旅小额贷款股份有限公司、甘肃省融资担保集团有限公司及其附属公司等经营，业务规模较有限。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司小额贷款业务分别实现利息收入 0.86 亿元、0.73 亿元、0.98 亿元和 0.22 亿元，分别实现毛利 0.86 亿元、0.70 亿元、0.92 亿元和 0.22 亿元；同期公司实现担保业务收入分别为 0.70 亿元、0.70 亿元、0.95 亿元和 0.35 亿元，分别实现毛利 0.70 亿元、0.37 亿元、0.54 亿元和 0.35 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在保余额为 58.42 亿元，2017 年及 2018 年一季度分别支付担保代偿金 1.74 亿元和 0.002 亿元⁴；同期末小额贷款余额为 10.67 亿元。

图表 13. 公司下属金融业务主要运营实体情况

公司名称	指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
公航旅小额贷款股份有限公司	贷款余额（亿元）	5.72	6.66	9.03	10.67
甘肃省融资担保集团有限公司	担保余额（亿元）	26.30	30.32	43.86	58.42
	担保放大倍数（倍）	3.42	4.09	3.88	1.35

资料来源：甘肃公投

2015 年，该公司积极开拓甘肃省保险业市场，出资 5 亿元筹建黄河财产保险股份有限公司（简称“黄河财险”），持股比例为 20%。该项目于 2016 年 9 月获中国保监会批准筹建；2017 年 11 月，黄河财险筹备组一次性通过中国保监会现场验收；2017 年 12 月，保监会下发《关于黄河财产保险股份有限公司开业的批复》（保监许可〔2017〕1458 号）；2018 年 1 月，保监会颁发《保险公司法人许可证》，甘肃省工商局颁发《营业执照》，黄河财险完成税务登记，正式成立。

此外，2016 年该公司还收购了甘肃省产权交易所股份有限公司 51% 股权⁵、参股华龙证券股份有限公司（简称“华龙证券”）和甘肃资产管理有限公司等。

管理

跟踪期内，该公司仍为国有独资企业，实际控制人变更为甘肃省国资委。公司调整了组织架构，高管人员按照国资委任免通知发生一定变动。

2015 年 1 月，甘肃省人民政府办公厅下发《关于印发省公航旅集团等 5 户省属企业改革试点方案的通知》，明确该公司实行“统一规则，委托管理”，由甘肃省人民政府授权甘肃省国有资产委员会（简称“甘肃省国资委”）履行出资人职责，甘肃省国资委委托省交通厅负责日常管理的体制。截至 2018 年 3 月末，公司实际控制人已变更为甘肃省国资委，变更后公司仍为国有独资企业，甘肃省国资委持有公司 100% 股权，公司产权结

⁴ 数据取自该公司合并现金流量表。

⁵ 2016 年 12 月 30 日该公司支付股权转让价款 876.4 万元；2017 年 1 月 5 日支付 6,230.8 万元并纳入合并范围。

构详见附录一。跟踪期内，公司进行了工商登记变更，且对《公司章程》进行了修订，主要内容包括出资人变更、注册资本变更、经营范围变更等。

跟踪期内，该公司高管人事方面存在一定变动。按照甘肃省国资委任免通知，决定委派邓予生、张栓印、徐军、张应桥、任海军担任公司外部董事。公司第一届第一次职工代表大会选举陈德华为职工董事，同时袁得豪不再担任职工董事。公司称上述为正常人事变动，未对其日常经营管理造成重大影响。组织结构方面，公司新设党委巡察办公室，另外安全管理部更名为安全环保部，截至 2018 年 3 月末公司共有 17 个职能部门（详见附录二），各部门职责划分较为明确。

该公司二级公路折达公路考勒隧道因存在工程质量问题，已于 2017 年 11 月被有关部门要求整改，2018 年有媒体曝出整改工作实际并未开展。当年 4 月公司完成整改及验收工作。上述事项对公司声誉及经营管理造成一定影响，公司在项目建设管理及质量把控方面有待提高。

根据该公司提供的 2018 年 5 月 2 日本部《企业信用报告》，跟踪期内公司无信贷违约记录。

财务

跟踪期内，随着公路项目建设的持续投入，该公司刚性债务持续增长，但主要得益于国家资本金的持续注入，所有者权益逐年增加，资产负债率尚保持在较合理水平。公司经营性现金流状况总体较好，但资本性支出规模大幅增加，现金流的平衡对外部融资的依赖性依旧很高。2017 年公司净利润同比继续下降，盈利对投资收益依赖度提高。公司资产以固定资产和在建工程为主，负债以长期债务为主，期限相对合理，流动性指标显示尚可；公司资产受限比例较高，但可动用货币资金较为充裕，且拥有一定规模金融资产，可为后续项目投入及即期债务偿付提供较好保障。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则与规定。

2017 年，该公司新增子公司 18 家（7 家为控股子公司，11 家为全资子公司；2017 年末净资产合计 27.68 亿元、净利润合计 0.22 亿元），其中 3 家系非同一控制下企业合并，增加商誉 4,838.36 万元。截至当年末，公司合并范围内子公司共计 63 家⁶。

⁶ 由于 2017 年新纳入合并范围的 18 家子公司中甘肃公航旅明珠酒店有限公司因实收资本尚未到位，未在 2017 年审计报告子企业情况表中列示，待出资到位后将列示其实收资本、持股比例、享有的表决权比例、投资额及取得方式等信息。

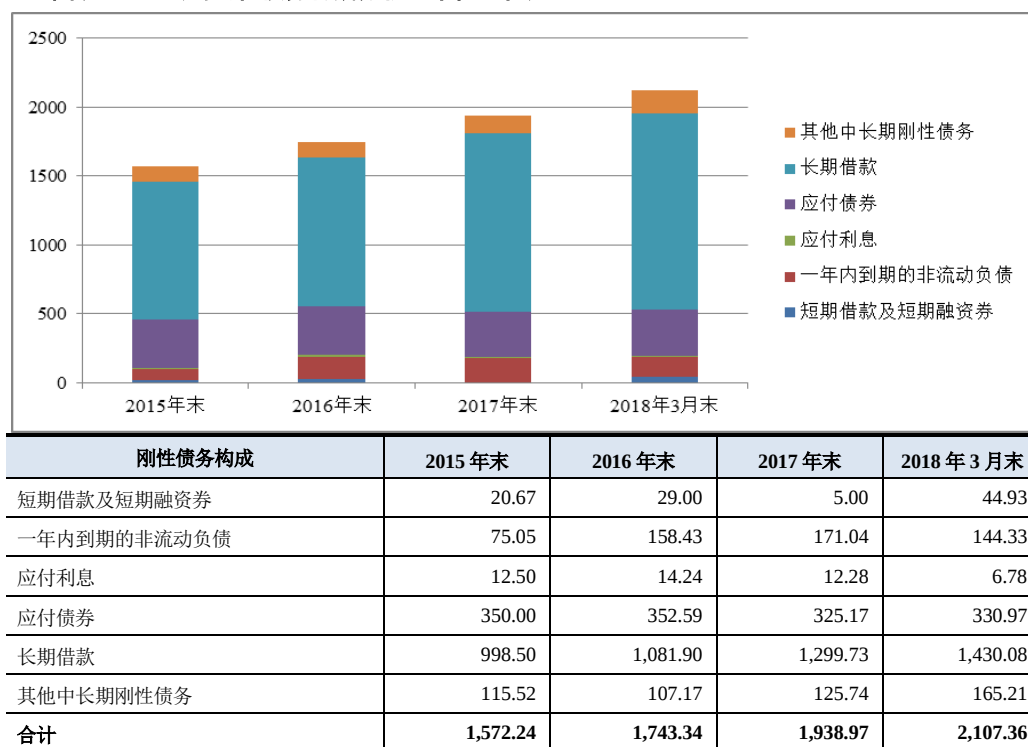
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

近年来，该公司对路产建设投入力度大，负债规模持续快速扩大，但得益于国家持续投入较大项目资本金、其他权益工具（永续中票）的发行以及自身经营积累，公司所有者权益逐年增加，财务杠杆尚保持在较合理水平。2015-2017 年末，公司负债规模分别为 1,639.23 亿元、1,865.04 亿元和 2,062.44 亿元；资产负债率分别为 63.09%、65.42% 和 64.49%。2018 年 3 月末，公司负债总额进一步升至 2,215.43 亿元，资产负债率为 65.53%。若将 15 甘公投 MTN001 和 16 甘公投 MTN003（计入其他权益工具科目）视为负债类科目，2018 年 3 月末公司资产负债率将为 66.15%。

从债务期限看，该公司负债以非流动负债为主，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，长短期债务比分别为 838.78%、479.75%、639.73% 和 718.06%，整体看公司债务期限与公路主业建设期及投资回收期长的特征相匹配。从债务结构看，公司负债主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成，2017 年末分别为 1,938.97 亿元、69.91 亿元和 15.09 亿元，分别占负债总额的 94.01%、3.39% 和 0.73%。公司应付账款主要为应付各施工单位的工程款及保证金，2017 年末账龄在 2 年以内（含）的应付账款占比为 49.45%。2017 年末公司其他应付款主要以往来款、押金及保证金为主，较上年减少 28.26 亿元，账龄在一年内的款项占比为 66.75%。2018 年 3 月末，公司刚性债务、应付账款及其他应付款分别为 2,107.36 亿元、53.75 亿元和 10.80 亿元，分别占负债总额的 95.12%、2.43% 和 0.49%。

图 14. 公司刚性债务构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据甘肃公投所提供资料整理、绘制

刚性债务构成方面，2017 年末该公司短期刚性债务包括短期借款及（超）短期融资券、一年内到期的非流动负债及应付利息，合计金额为 188.33 亿元，较上年末减少 13.35 亿元，主要系 16 甘公投 CP001 的到期兑付。中长期刚性债务主要包括长期借款、应付债券以及融资租赁款、债权投资计划、银行理财直融资金等（计入长期应付款），合计金额达 1,750.64 亿元，较上年末增加 208.97 亿元，主要系因长期借款增加。截至 2018 年 3 月末，公司刚性债务为 2,107.36 亿元，其中短期刚性债务为 196.03 亿元、中长期刚性债务为 1,911.33 亿元，增量主要为长期借款。整体看，公司债务融资渠道多元，但依然以银行借款为主，占刚性债务比重约为 65%，银行借款大部分为质押借款，均以借款项目对应的公路收费权作为标的物。公司刚性债务偏向长期，与主业匹配性较好。

图表 15. 截至 2018 年 3 月末公司银行借款构成情况（单位：亿元）

项目	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押借款	--	71.39	1,352.19	1,423.58
抵押借款	0.004	--	--	0.004
信用借款	15.00	--	77.89	92.89
合计	15.00	71.39	1,430.08	1,516.48

资料来源：甘肃公投

注：该公司将短期融资券及超短期融资券合计 29.93 亿元计入短期借款科目，上表未纳入统计。

图表 16. 截至 2018 年 3 月末公司银行借款期限结构（单位：万元）

期限	金额	占比
0-1 年(含 1 年)	863,978.97	5.70%
1-3 年(含 3 年)	1,784,539.11	11.77%
3-5 年(含 5 年)	1,296,300.79	8.55%
5-10 年(含 10 年)	3,141,582.87	20.72%
10-15 年(含 15 年)	4,263,576.75	28.12%
15 年以上	3,814,779.20	25.16%
合 计	15,164,757.69	100.00%

资料来源：甘肃公投

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，除子公司开展的担保业务外，该公司合并范围无对外提供担保事项。

（2）现金流分析

近年来该公司车辆通行费收入稳步上升，同时由于 2012 年以来贸易业务的收入贡献，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模逐年扩大，2015-2017 年及 2018 年第一季度，分别为 337.44 亿元、650.12 亿元、829.59 亿元和 178.43 亿元；同期营业收入现金率分别为 110.36%、113.72%、114.30%和 115.85%，现金回笼能力较强。同期，公司经营性现金净流量持续为正，分别为 35.25 亿元、31.18 亿元、40.65 亿元和 16.87 亿元。

该公司投资活动现金流入规模较小，而公路项目建设周期长、资金投入量大，投资性现金持续呈净流出状态，2015-2017 年以及 2018 年第一季度分别为 193.15 亿元、87.96 亿元、247.52 亿元和 114.18 亿元。由于经营性净现金流无法满足投资建设需求，公司主要依靠对外融资以及政府注资来弥补资金缺口，筹资环节现金表现为大幅净流入，同期分别为 131.77 亿元、176.84 亿元、248.54 亿元和 176.66 亿元。未来公司仍将承担较多的高等级公路建设项目，预期投资力度和资金需求还将进一步增加。

因公路资产不计提折旧，该公司资产折旧金额很小，其 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。2015-2017 年，EBITDA 分别为 55.53 亿元、61.93 亿元和 65.18 亿元；由于公司刚性债务规模的扩大，财务费用利息支出不断增长，近三年公司 EBITDA 对利息支出无法形成有效覆盖。

图表 17. 2015-2017 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.66	0.74	0.73
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	18.08	12.56	13.54
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	2.27	1.78	2.07

资料来源：根据甘肃公投所提供资料整理

(3) 资产质量分析

主要得益于国家持续投入的在建项目资本金，该公司资本公积逐年稳步增长，2015-2017 年末以及 2018 年 3 月末分别为 626.76 亿元、633.46 亿元、732.31 亿元和 761.01 亿元，在所有者权益中的比重超过 60%。另外，公司将先后于 2015 年 10 月和 2016 年 11 月发行的 15 甘公投 MTN001、16 甘公投 MTN003 永续中期票据计入其他权益工具科目核算。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 959.01 亿元、985.96 亿元、1,135.42 亿元和 1,165.50 亿元。整体看，近年来公司权益资本实力持续增强。

图表 18. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元、%）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	104.22	4.01	225.38	7.91	265.83	8.31	344.93	10.20
预付款项	74.70	2.88	93.67	3.29	110.14	3.44	121.66	3.60
其他应收款	29.10	1.12	29.93	1.05	21.95	0.69	25.85	0.76
其他流动资产	100.12	3.85	22.22	0.78	26.51	0.83	70.36	2.08
可供出售金融资产	18.53	0.71	37.49	1.32	43.73	1.37	47.86	1.42
长期股权投资	0.43	0.02	0.44	0.02	30.91	0.97	32.13	0.95
固定资产	1,147.21	44.15	1,523.72	53.45	1,697.38	53.08	1,694.55	50.12
在建工程	1,086.69	41.82	899.65	31.56	957.82	29.95	991.78	29.33

资料来源：根据甘肃公投所提供资料整理

资产构成方面，该公司资产以非流动资产为主，2017 年末非流动资产为 2,758.82 亿元，占总资产的 86.27%。非流动资产中固定资产和在建工程分别为 1,697.38 亿元和 957.82 亿元，分别占总资产的 53.08%和 29.95%，分别较上年末增长 11.40%和 6.47%。公司固定资产以公路资产为主，按照甘肃省人民政府文件（甘政纪[2011]13 号）规定，公司对公路资产不计提折旧，当年亦未计提减值准备。公司在建工程绝大部分为公路项目，2017 年末计提减值准备。另外，公司因参股甘肃银行股份有限公司（简称“甘肃银行”）、兰州银行股份有限公司、华龙证券、黄河财险等多家企业以及参与投资信托计划而持有一定规模金融资产。2017 年末公司可供出售金融资产为 43.73 亿元，均为按成本计量的权益类工具；较上年末增加 6.24 亿元，主要系因追加投资华润信托-鼎盛 81 号集合资金信托计划、新增投资甘肃浦共赢交通转型发展基金（有限合伙）等所致；同期

末长期股权投资为 30.91 亿元，较上年末增加 30.47 亿元，主要系公司对甘肃银行投资从可供出售金融资产重分类⁷及对黄河财险追加投资所致。

该公司流动资产主要包括货币资金、预付款项、其他应收款和其他流动资产，2017 年末上述科目分别占总资产比重的 8.31%、3.44%、0.69%和 0.83%。其中，货币资金为 265.83 亿元，据审计报告披露基本不受限，可为公司项目后续开发和即期偿债提供一定资金保障；预付款项为 110.14 亿元，主要系向施工单位预付的工程款和备料款、尚未解缴的通行费等；其他应收款为 21.95 亿元，主要为暂借、投资、垫支款及应收通行费收入（一般于年末拨付）；其他流动资产为 26.51 亿元，其中一年内到期理财产品 25.29 亿元。

2018 年 3 月末，该公司货币资金较年初增加 79.10 亿元至 344.93 亿元；其他流动资产较年初增加 43.85 亿元至 70.36 亿元，主要系因购入短期理财产品所致；其他主要资产科目较上年末则无显著变化。

（4）流动性/短期因素

根据审计报告披露显示，2017 年末该公司受限货币资金为 0.08 亿元，系保证金及风险准备金，占该科目的 0.03%。根据公司提供的资料，公司受限资产主要系为融资而用于质押的公路资产收费权以及股权，2017 年末质押资产账面价值为 2,387.84 亿元，占总资产的 74.67%。此外，公司还将部分房产用于抵押贷款（2017 年末抵押贷款金额为 46.00 万元）。

2015-2017 年及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 182.13%、117.41%、157.47%和 221.15%，速动比率分别为 139.26%、87.44%、116.16%和 173.78%，现金比率分别为 59.69%、70.06%、95.34%和 127.37%。由于公司债务以长期为主，且货币资金较为充裕，资产流动性指标显示尚可。

3. 公司盈利能力

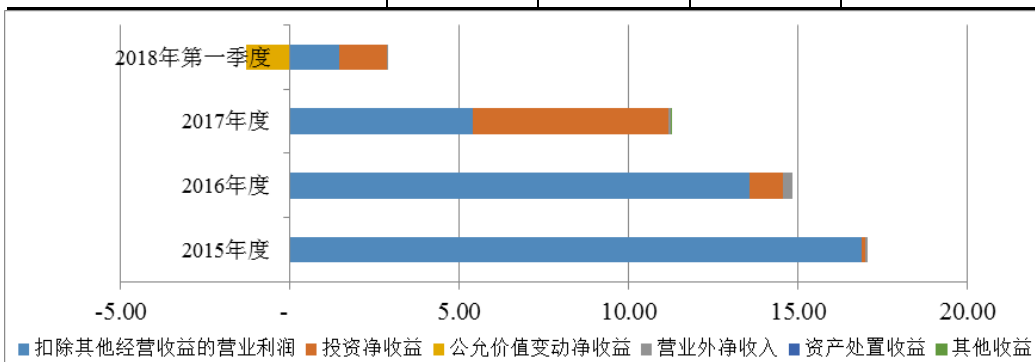
近年来该公司贸易收入对当期营业收入贡献占比逐年攀升，使得综合毛利率逐年下降，2015-2017 年分别为 18.39%、10.93%和 8.25%。2015-2017 年，公司营业毛利分别为 56.22 亿元、62.47 亿元和 59.87 亿元；2018 年第一季度公司实现营业毛利 10.29 亿元，同比下降 21.62%，主要系受二级公路收费取消影响；由于贸易收入占比进一步提高，综合毛利率降至 6.68%，同比下降 1.95 个百分点。

图表 19. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
营业毛利	56.22	62.47	59.87	10.29
减：期间费用	38.73	45.86	51.31	8.68
减：营业税金及附加	0.11	2.37	2.60	0.11
减：资产减值损失	0.49	0.68	0.58	0.05
扣除其他经营收益的营业利润	16.89	13.56	5.38	1.45
加：投资净收益	0.08	1.01	5.80	1.39
加：公允价值变动净收益	-	-	0.01	-1.28

⁷ 根据 2017 年审计报告所载，该公司为甘肃银行第一大股东，且派出一名董事，能够对其施加重大影响，对其投资由成本法计量转为权益法计量，对相应会计科目进行了调整。

加：资产处置收益及其他收益	-	-	0.02	-
营业利润	16.97	14.57	11.19	1.56
加：营业外净收入	0.09	0.28	0.07	0.02
利润总额	17.06	14.85	11.25	1.59



资料来源：根据甘肃建投所提供数据整理、绘制

该公司销售费用和管理费用相对较少，期间费用主要由财务费用构成。随着债务规模的快速扩大，财务费用快速增加，2015-2017 年分别为 34.65 亿元、43.73 亿元和 48.72 亿元，公司还本付息压力较大。此外，2015-2017 年公司资产减值损失分别为 0.49 亿元、0.68 亿元和 0.58 亿元，主要系贷款损失和应收款坏账损失。同期主业经营收益逐年下降，扣除其他经营收益后的营业利润分别为 16.89 亿元、13.56 亿元和 5.38 亿元。2018 年第一季度，公司期间费用为 8.68 亿元，其中财务费用为 7.50 亿元；资产减值损失为 0.03 亿元；扣除其他经营收益后的营业利润为 1.45 亿元，同比减少 53.15%。

2015-2017 年，该公司投资净收益分别为 0.08 亿元、1.01 亿元和 5.80 亿元，其中 2016 年及 2017 年金额较大主要系权益法下确认的甘肃银行投资收益。营业外收入主要来源于三代手续费⁸收入、债务重组利得和政府补助，金额较小，2015-2017 年为 0.18 亿元、0.31 亿元和 0.12 亿元。2018 年第一季度，公司投资净收益为 1.39 亿元，营业外净收入为 0.02 亿元。

近三年，该公司净利润呈下降态势，分别为 16.83 亿元、14.49 亿元和 10.76 亿元，净资产收益率分别为 1.78%、1.49%和 1.01%。由于公路资产及在建工程规模较大，公司资产获利能力较弱，同期总资产报酬率分别为 2.17%、2.25%和 2.13%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司公路主业具有很强的区域垄断性，同时主营业务较多元，可从一定程度上分散业务风险。跟踪期内，主要受二级公路取消收费影响，公司 2017 年公路通行费收入同比有所下滑，在贸易业务规模扩张带动下，营业收入维持增长，盈利水平则有所下降。

该公司资本实力强，且得益于国家资本金的持续注入，所有者权益逐年增加，截至 2018 年 3 月末公司净资产规模达 1,165.50 亿元。随着公路项目建设的持续投入，公司刚性债务持续增长，但资产负债率尚保持在较合理水平。2017 年，公司经营性现金净流入

⁸ 即代扣代缴建安营业税手续费。

量虽同比增加，但资本性支出规模大幅增加，整体看现金流的平衡对外部融资的依赖性依旧很高。公司资产以固定资产和在建工程为主，债务以长期债务为主，期限结构相对合理，流动性指标显示尚可；公司受限资产占比较高，但可动用货币资金较为充裕，且拥有一定规模金融资产，可为后续项目投入及即期债务偿付提供较好保障。

2. 外部支持因素

作为甘肃省最重要的高等级公路及重要旅游资源的投融资、开发与运营主体，该公司可在项目资本金注入、资产注入及税收优惠等方面得到国家及甘肃省政府的

支持。

在公路建设资金方面，2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司收到各级政府投入的项目资本金分别为 31.52 亿元、23.68 亿元、63.33 亿元和 28.59 亿元。

在营运资产方面，甘肃省人民政府陆续将已建成通车收费公路、运输站和机场等资产注入该公司。2011 年以来，甘肃省交通厅先后将其运营管理的已通车收费的 24 条高速公路和 4 条高等级公路、在建的 5 条高速公路、已通车收费的 37 条二级公路和在建的 29 条二级收费公路资产无偿划转至该公司；同年，公司还受让了甘肃省国资委划入的 9.16 亿元海口美兰机场股权、8.21 亿元机场投资股权、用于认购甘肃银行股本的资金 4.80 亿元等。2014 年，甘肃省交通厅将四家公路投资公司的股权合计 7.24 亿元注入公司。2015 年以来，甘肃省政府对部分国有资产进行重组，将公司持有的民用机场及相关经营业务、资产转出，并拟置入等量的与交通相关的资产和业务。目前除乌海至玛沁高速（景泰至中川机场段）已交付外，其他资产划转尚待甘肃省国企改革方案出台后确定。

税收优惠方面，根据甘财综[2012]45 号文件，从 2012 年 6 月 1 日起，由该公司管理的收费公路车辆通行费收入全额上缴省级国库，纳入财政性预算管理，该收入属于不征税收入。所得税优惠方面，根据财税[2011]58 号文规定，2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，本部及甘肃省旅游投资管理有限公司、甘肃旅游（控股）有限公司（简称“甘肃旅游”）、黄河三峡旅游股份有限公司、甘肃贵清山旅游有限责任公司、甘肃焉支山文化旅游有限责任公司等 12 家下属子公司适用 15%企业所得税率；根据财政部、税务总局[2017]43 号文，公司下属甘肃德源房地产开发有限公司、甘肃公航旅中油能源有限责任公司柳园加油站享受企业所得税优惠政策。另外，根据财税[2016]36 号，自 2016 年 5 月 1 日起，甘肃旅游国际包机收入享受增值税零税率优惠政策。

该公司股东背景好且公路业务具有很强的区域垄断性，有力保证了其外部融资渠道的通畅性。公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末共获得银行授信 4,236.24 亿元，其中未使用授信 1,749.28 亿元，后续融资空间尚充足。

跟踪评级结论

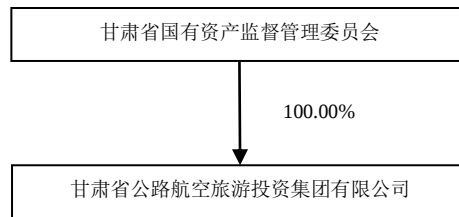
跟踪期内，该公司仍然为国有独资公司，实际控制人变更为甘肃省国资委。公司为甘肃省最重要的高等级公路及重要旅游资源的投融资、开发建设及运营主体，在甘肃省内的行业地位稳固。受二级公路收费取消影响，2017 年通行费收入有所下滑，在贸易收入大幅增加带动下当年营业收入增长，但综合毛利率有所下降，主业盈利规模有所缩减。

公司股权投资规模加大，投资收益对公司盈利形成一定补充，盈利对投资收益依赖性大幅提升。随着公路项目建设的持续投入，公司刚性债务持续增长，但主要得益于国家资本金的持续注入，所有者权益逐年增加，资产负债率尚保持在较合理水平。公司经营性现金流状况总体较好，但资本性支出规模大幅增加，现金流的平衡对筹资性现金流的依赖性依旧很高。公司资产以固定资产和在建工程为主，债务以长期债务为主，期限相对合理，流动性指标显示尚可；公司受限资产比例较高，但可动用货币资金较为充裕，且拥有一定规模金融资产，可为后续项目投入及本期短券偿付提供一定保障。

本评级机构还将持续关注：（1）甘肃省经济发展状况及省交通发展规划；（2）该公司在建及拟建项目建设进度、投融资安排、项目资本金到位情况及资本性支出压力；（3）债务偿付压力；（4）工程项目质量把控；（5）二级公路收费取消后政府后续补偿政策等。

附录一：

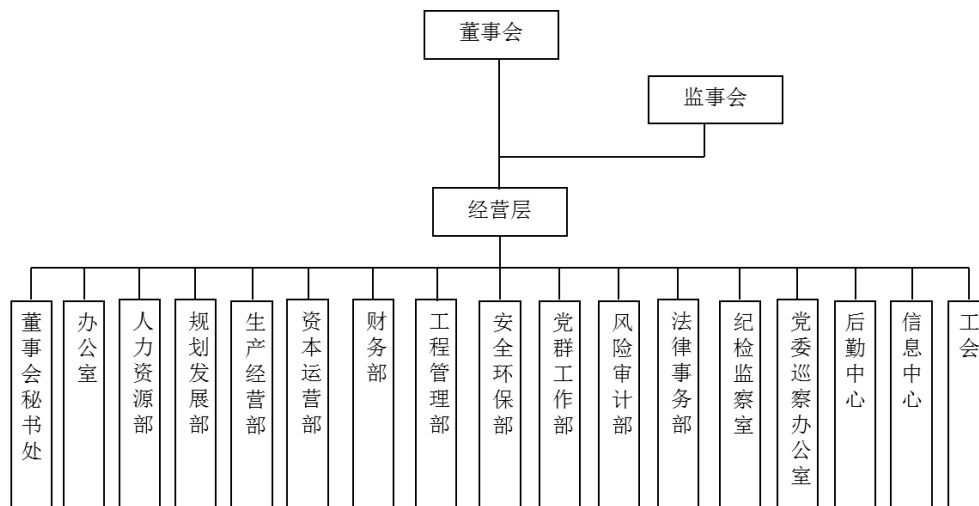
公司与实际控制人关系图



注：根据甘肃公投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据甘肃公投提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	2,598.24	2,851.00	3,197.86	3,380.92
货币资金 [亿元]	104.22	225.38	265.83	344.93
刚性债务[亿元]	1,572.24	1,743.34	1,938.97	2,107.36
所有者权益 [亿元]	959.01	985.96	1,135.42	1,165.50
营业收入[亿元]	305.77	571.68	725.79	154.02
净利润 [亿元]	16.83	14.49	10.76	1.37
EBITDA[亿元]	55.53	61.93	65.18	—
经营性现金净流入量[亿元]	35.25	31.18	40.65	16.87
投资性现金净流入量[亿元]	-193.15	-87.96	-247.52	-114.18
资产负债率[%]	63.09	65.42	64.49	65.53
长短期债务比[%]	94.08	97.79	94.51	89.45
权益资本与刚性债务比率[%]	61.00	56.56	58.56	55.31
流动比率[%]	182.13	117.41	157.47	221.15
速动比率 [%]	139.26	87.44	116.16	173.78
现金比率[%]	59.69	70.06	95.34	127.37
利息保障倍数[倍]	0.65	0.73	0.75	—
有形净值债务率[%]	175.91	189.82	182.40	190.85
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	18.39	10.93	8.25	6.68
营业利润率[%]	5.55	2.55	1.54	0.97
总资产报酬率[%]	2.17	2.25	2.13	—
净资产收益率[%]	1.78	1.49	1.01	—
净资产收益率*[%]	1.78	1.48	1.00	—
营业收入现金率[%]	110.36	113.72	114.30	115.85
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.08	12.56	13.54	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.27	1.78	2.07	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-80.98	-22.88	-68.90	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.18	-3.24	-10.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.66	0.74	0.76	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注：表中数据依据甘肃公投经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。