

广东省路桥建设发展有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：宋 航 hsong@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级的信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 2072 号

广东省路桥建设发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 粤桥 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持广东省路桥建设发展有限公司（以下简称“广东路桥”）的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通集团”）的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“18粤桥02”的信用等级为AAA，上述债项级别考虑了广东交通集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2019年公司外部环境良好、路产规模大且区位优势明显、通行费收入持续增长以及担保方实力强等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。但同时，中诚信国际也关注到高速公路收费政策变化、整体债务规模较高且上升趋势、面临一定的资本支出压力以及子公司股权划转等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

广东路桥（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	1,149.95	1,227.88	1,268.16
所有者权益合计（亿元）	346.06	331.57	350.64
总债务（亿元）	739.27	838.98	872.05
营业总收入（亿元）	52.96	66.71	68.48
净利润（亿元）	1.47	2.05	5.91
EBITDA（亿元）	41.23	52.92	53.32
经营活动净现金流（亿元）	40.86	52.07	51.11
资产负债率（%）	69.91	73.00	72.35
广东交通集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	3,725.57	3,969.12	4,245.76
所有者权益合计（亿元）	1,085.41	1,164.31	1,250.14
总债务（亿元）	2,299.94	2,515.06	2,677.25
营业总收入（亿元）	454.25	470.37	491.12
净利润（亿元）	59.20	67.91	52.54
EBITDA（亿元）	263.70	296.59	315.50
经营活动净现金流（亿元）	205.17	244.32	272.23
资产负债率（%）	70.87	70.67	70.56

注：中诚信国际根据2017年~2019年审计报告整理；2、2017~2018年数据系采用2018~2019年审计报告追溯调整的期初数，2019年数据系采用2019年审计报告的期末数；3、已将其他应付款中的有息债务调整至短期债务，将其他非流动负债和长期应付款中的有息债务调整至长期债务；4、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

正面

■ **外部环境良好。**我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，加之广东省较强的区域经济实力均为高速公路行业发展及公司高速公路业务提供有力支撑。

■ **公司路产规模较大且区位优势明显。**截至2019年末，公司全资及控股高速公路1,361.22公里，约占全省高速公路通车里程的15.12%左右。公司所辖高速公路大多处于广东省高速中的主干架，路产地理位置优越。

■ **通行费收入持续增长。**随着区域经济的发展、收费里程的增长及路网协同效应的增强，近年来公司高速公路业务运营良好，通行费收入稳步增长，其中，2017~2019年，公司分别实现通行费收入52.47亿元、66.22亿元和67.90亿元。未来，随着公司

同行业比较

公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
广东省路桥建设发展有限公司	1,268.16	350.64	72.35	68.48	5.91	51.11
重庆高速公路集团有限公司	1,871.88	583.10	68.85	136.87	4.89	99.09
北京市首都公路发展集团有限公司	2,136.11	914.47	57.19	130.37	4.06	52.98
四川高速公路建设开发集团有限公司	2,689.10	864.42	67.85	261.36	6.70	78.37

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18粤桥02	AAA	AAA	15.00	15.00	2018/11/16-2033/11/20

在建路产陆续完工转为经营路产，公司通行费收入有望进一步提升。

■ **担保方实力较强。**公司控股股东广东交通集团作为担保方为本期债券本息的偿付提供了有力支持。广东交通集团系于2000年成立的国有独资公司，承担着广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设及运营管理任务，现有资产规模位居广东省省属国有企业首位，具备较强的综合实力和担保实力。

关注

■ **高速公路收费政策变化对公司经营的影响。**燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费通行、绿色通道等多项收费公路相关政策近年陆续出台，以及2020年国内新冠疫情期间免收收费公路车辆通行费等，上述事项对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策等变化值得关注。

■ **公司整体债务规模较高且呈上升趋势。**随着在建工程的不断推进，近年来公司财务杠杆比率亦处于较高水平，2017~2019年，公司资产负债率分别为69.91%、73.00%和72.35%，其中，总债务分别为739.27亿元、838.98亿元和872.05亿元。

■ **公司未来资本支出压力较大。**截至2019年末，公司在建项目6个，概算总投资442.99亿元，公司已投入303.14亿元，尚需投资139.85亿元，公司未来存在较大的资本支出压力。

■ **关注子公司股权划转对公司产生的影响。**公司拟将所持广东广佛肇高速公路有限公司（以下简称“广佛肇高速”）35%股权无偿划转至广东交通实业投资有限公司，划转后，公司持有广佛肇高速40%股权，不再纳入合并范围，或对公司资产和净资产有一定影响。截至2019年末，广佛肇高速总资产232.72亿元，净资产54.86亿元，因广佛肇高速尚处于试运营阶段，故暂无营业收入和利润。

评级展望

中诚信国际认为，广东省路桥建设发展有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，资本支出规模大幅增长等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18粤桥02”募集资金15.00亿元，其中7.50亿元用于汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段项目工程建设，7.50亿元用于潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目工程建设。截至2020年3月末，“18粤桥02”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

近年来我国公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路网络规模的扩大、高速铁路的大量投运以及新冠疫情下免收高度公路通行费，已对公路客运带来冲击

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，较上年增加 1.73 公里/百平方公里。截至 2018 年末，全国收费公路里程 16.81 万公里，占 2018 年公路总里程 484.65 万公里的 3.5%。

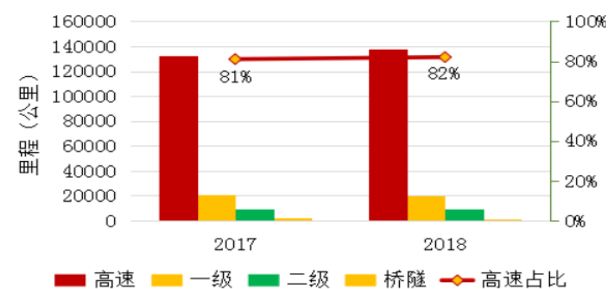
按照公路不同技术等级划分，2019 年末高速公路总计 14.96 万公里（包含国家高速公路 10.86 万公里），增加 0.70 万公里；二级及以上总里程 67.20 万公里，增加 2.42 万公里，占公路总里程的 13.4%。国道里程 36.61 万公里，省道里程 37.48 万公里。另外年末全国公路桥梁 87.83 万座，增加 2.68 万座，同比增幅 3.05%。

图 1：2015 年~2019 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2019 年交通运输行业发展统计公报

图 2：2017 年~2018 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2018 年全国收费公路统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2019 年承担了国内约 72.99% 的货物运输量和约 73.92% 的旅客运输量。周转量方面，2019 我国公路货物运输周转量为 59,636.45 亿吨公里，同比下降 16.2%，主要是受到来自铁路货物运输和水路运输的影响；旅客运输周转量为 8,857.1 亿人公里，同比下降 4.6%。近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击。国家政策层面，也有意进一步调整货运和旅客运输结构，逐步减少对公路运输的绝对依赖，2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

另外，2020 年 2 月 15 日，交通部下达通知，

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。全国高速公路免收通行费期限大幅延长，相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行费收入的影响程度取决于疫情防

控持续时间、后续相关补偿政策等。2020 年 4 月 28 日，交通运输部发布从 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收取车辆通行费。

表 1：2019 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,074.7	4.4	43.2	7.2	14,706.6	4.0	36.6	8.4
公路	59,636.4	-	343.5	-	8,857.1	-4.6	130.1	-4.8
水路	103,963.0	5.0	74.7	6.3	80.2	0.8	2.7	-2.6
民航	263.2	0.3	0.1	2.0	11,705.1	9.3	6.6	7.9
管道	5,352.2	1.0	9.1	1.8	--	--	--	--
运输总量	199,289.5	-	470.6	-	35,349.1	3.3	176.0	-1.9

资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报

广东省地理位置优越，交通运输业发达，综合经济实力排名前列并且财政实力雄厚

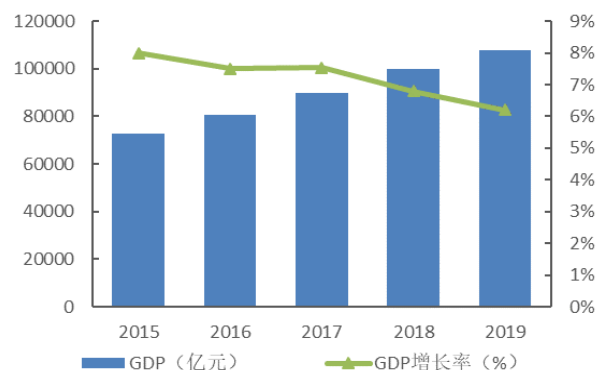
广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，东邻福建，西连广西，南临南海，北接江西、湖南，是我国第一经济大省。广东省幅员面积 17.97 万平方公里，拥有发达的内陆水系和海洋资源，省内主要河系有珠江、西江、东江和北江等，同时全省大陆海岸线长 4,114.3 千米，居全国第一位。广东省下辖 21 个地级市，截至 2019 年末，广东省常住人口 11,521 万人，其中城镇常住人口 8,225.99 万人，城镇化率为 71.40%，城镇化水平较高。

广东省是中国南部的综合交通枢纽，航运方面，珠江是华南水上运输的大动脉，通航能力仅次于长江，居全国的第二位。广东省拥有优良的港口资源有广州港、深圳港、汕头港和湛江港等，为全省发展外向型经济奠定基础。陆运方面，广东省拥有京广、京九、广深等 12 条铁路网，武广高铁、广深港高铁、厦深高铁、贵广高铁的开通进一步连通了广东与中、西部经济贸易圈。公路方面，截至 2019 年末全省公路通车里程 22.00 万公里，其中，高速公路里程 9,495 公里，城际交通便利。空运方面，截至 2019 年末，广东拥有广州白云国际机场、深圳宝安国际机场以及珠海、汕头等区域性机场，当年全年旅客运输总量 13,931 万人，旅客运输周转量

2,639.10 亿人公里。2020 年，广东全省公路水路固定资产投资计划完成 1300 亿元，其中高速公路计划完成投资 900 亿元。

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续居全国前列。2019 年及 2020 年 1-3 月，广东省实现地区生产总值(GDP)分别为 107,671.07 亿元和 22,518.67 亿元，三次产业结构比由 2017 年的 4.2:43.0:52.8 调整为 2019 年的 4.0:40.5:55.5，得益于金融业及房地产业的快速增长，2019 年广东省第三产业占 GDP 比重较 2017 年上升 2.7%，产业结构持续优化。

图 3：广东省 GDP 及增速情况（亿元）



资料来源：广东省统计局，中诚信国际整理

工业运行方面，2019 年，广东省工业增加值同比增长 4.6%；规模以上工业增加值同比增长 4.7%。高技术制造业和先进制造业是广东省工业发展增

速的主要推动力，2019年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重为32.00%。

固定资产投资方面，2019年，广东省固定资产投资额同比增长11.1%。具体来看，2019年全省第一、二、三产业投资分别增长18.0%、6.3%和13.0%。

财政收入方面，随着经济的发展，近年来广东省财政收入稳步增长。2019年及2020年1-3月，广东省一般公共预算收入分别为12,651.46亿元和3,023.96亿元，其中税收收入是其主要收入来源，分别为10,062.35亿元和2,182.84亿元，占一般公共预算收入比重分别为79.54%和72.18%。2019年，政府性基金收入为6,111.99亿元。

财政支出方面，2019年及2020年1-3月，广东省一般公共预算支出为17,314.12亿元和3,900.16亿元，主要是教育支出、一般公共服务支出和社会保障与就业等刚性支出占比较大，且随着加大对科技创新驱动战略的支持力度，科学技术支出上升较快；2019年，政府性基金支出为6,290.68亿元。

表2：广东省财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
一般公共预算收入	11,315.21	12,102.90	12,651.46	3,023.96
其中：税收收入	8,869.91	9,737.33	10,062.35	2,182.84
非税收入	2,445.30	2,365.57	2,589.11	841.12
政府性基金收入	5,622.15	5,886.85	6,111.99	-
一般公共预算支出	15,043.09	15,737.37	17,314.12	3,900.16
政府性基金支出	4,963.11	5,474.04	6,290.68	-
财政平衡率	75.22%	76.91%	73.07%	77.53%
税收收入/公共财政预算收入	78.39%	80.45%	79.54%	72.18%

数据来源：广东省财政厅，中诚信国际整理

财政平衡方面，2019年及2020年1-3月，广东省财政平衡率分别为73.07%和77.53%，整体财政自给能力较强。

总的来看，广东省作为国内经济发达省份，经

济发展势头良好，整体经济水平较高，经济总量排全国前列。广东省极强的经济水平为收费公路行业的发展提供了强有力的保障。

高速公路运营是公司最主要的业务，公司高速公路路产地理位置优越、资产质量优异，稳定且高质量的经营性路产为公司收入来源提供了有利的保障

作为广东省主要的高速公路建设及运营主体，公司负责广东省部分高速公路投资、建设和运营，营业收入主要来自于收费高速公路的通行费收入。近年来，得益于所运营路段区域经济的平稳发展以及运营路段的增加，公司通行费收入逐年上升，带动营业收入持续增加。2019年，公司实现营业总收入68.48亿元，其中通行费收入为67.90亿元，占营业收入的比重为99.16%，除此之外，公司还积极拓展了高速公路相关衍生服务业务，该部分收入计入“其他收入”，目前主要包括服务区租赁收入及广告收入等。

表3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
通行费	52.47	66.22	67.90
其他业务收入	0.49	0.49	0.58
合计	52.96	66.71	68.48
占比	2017	2018	2019
通行费	99.08%	99.27%	99.16%
其他业务收入	0.92%	0.73%	0.84%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务包括服务区经营权、广告、租金、联网收费劳务费以及劳务等。

资料来源：公司提供

2020年4月16日公司发布公告，为减少公司在项目管理方面的协调环节，提高管理效率和发挥集团协同优势，公司拟将广佛肇高速公路有限公司（以下简称“广佛肇高速”）35%股权无偿划转至广东交通实业投资有限公司（同属广东交通集团子公司）。截至2019年末，子公司广佛肇高速总资产232.72亿元，净资产54.86亿元，持有广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段资产，目前该公路处于试营业阶段，故暂无营业收入和利润。划转后，公司持有广佛肇高速40%股权，不再纳入合并范围，

或对公司资产和净资产有一定影响。该事项目前尚在办理相关审批流程，预计 6 月份进行股权划转。

高速公路投资运营是公司主要的业务，通行费收入是公司收入和利润的主要来源。截至 2019 年末，公司全资、控股的高速公路主要包括京珠高速粤境甘塘至太和段、天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环以及汕梅高速（路达）等 17 条，通车总里程数为 1,361.22 公里，占广东省全省高速公路通车里程的 15.12%。公司路产均为经营性公路，且属于国高网组成部分，主要由公司本部及其子公司负责日常经营管理。

从路产获取情况看，公司运营的路产大多采取“建设+运营”的模式。资金方面，公司路产的建设资金主要来自于项目资本金及项目公司自筹资金两部分，其中项目资本金比例一般为 25%~40%，分别由省级财政、市级财政及公司按约定比例承担（公司将每年财政拨付的资本金计入“资本公积”），其余资金由项目公司自行承担。目前，项目大多数资本金比例要求为 40%，一般上，省级财政、市级财政和公司分别出资 20%、12%和 8%。

路产区位方面，公司全资、控股路段大多处于广东省高速路网，其中，京珠高速公路粤境韶关甘塘至广州太和段是国家“五纵七横”规划项目的重要组成部分，该路段北起韶关甘塘、接京珠北高速

公路，经曲江、翁源、英德、佛冈、从化、花都，南止于广州白云区太和镇，与广州市北二环高速公路和华南快速干线相连，全长 199.33 公里；汕梅高速（路达段）含 S12 梅龙高速梅州至梅南段和 G78 汕昆高速清潭至畚江段、北斗至清潭段（左线）、新亨至北斗段，项目东接梅河高速，南接汕梅高速（汕揭段），路线经梅县、丰顺县、揭东县三地，是国家“7918”高速公路网 G78 汕头至昆明、G25 长春至深圳、S12 梅州至龙岩粤境段的重要干线；广梧高速公路河口至平台段是国家高速公路 7918 网中广州-昆明高速公路的组成部分，路线全长 98.70 公里，与广昆高速公路（G80）的广梧高速公路一期工程云浮东互通立交相接，经云安县六都镇、高村镇，郁南县东坝镇、连滩镇（设双凤互通式立交接云罗高速公路（S51）、历洞镇、宝珠镇、建成镇、桂圩镇、都城镇，终于郁南县平台镇，与广西苍梧至郁南高速公路相连；广贺高速西接二广高速怀集至连州段，经怀集县、广宁县及四会市，东接广三高速，是国家高速公路“7918”网二连浩特至广州高速公路粤境段的重要组成部分，也是广东省高速公路网“第七纵”的重要组成部分。整体而言，目前公司主要运营高速公路区域位置较好，在广东省高速主干线中地位较为重要，且剩余收费年限较长，有利于其获得持续稳定的高速公路通行费收入。

表 4：截至 2019 年末公司主要运营高速公路情况

序号	高速公路名称	通车里程 (公里)	高速公路 性质	控股 比例	收费权期限	通车时间	总投资 (亿元)	资本金 到位比例
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	199.33	国高网	100%	2001-2026 年	2001.1.20	107.58	35%
2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	81.58	国高网 (西环三期为省高网)	100%	2003-2034 年	2006.12.30	22.66	35%
3	汕梅高速（路达）	64.20	国高网 (程江至畚江段为省高网)	100%	2001-2030 年	2002.12.28	18.73	40%（清潭至畚江段 35%）
4	汕梅高速（粤嘉）	29.55	国高网	100%	2001-2030 年	2002.2.8	11.86	
5	汕揭高速云路至新亨段	21.40	国高网	100%	2006-2031 年	2006.12.30		35%
6	汕揭高速庵埠至云路段	15.40	国高网	100%	2010-2035 年	2010.12.31		35%
7	汕揭高速月浦至庵埠段	12.50	国高网	100%	2012-2037 年	2012.1.12	45.48	35%
8	汕揭高速泰山至月浦、外	6.40	国高网	100%	2014-2039 年	2014.12.31		35%

砂段								
9	广梧高速公路马安至河口段（广云）	37.42	国高网	70%	2004-2027年	2004.12.24	13.53	35%
10	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	98.70	国高网	100%	2010-2035年	2010.6.30	86.50	35%
11	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	31.90	国高网	100%	2012-2037年	2012.12.29	60.32	25%
12	云罗高速公路双东-替滨段	33.00	国高网	100%	2013-2038年	2012.12.29		25%
13	二广高速怀集至三水段（广贺）	116.87	国高网	100%	2010-2035年	2010.12.10	91.85	35%
14	二广高速公路粤境连州至怀集段	186.85	国高网	100%	2014-2039年	2014.12.31	162.07	35%
15	汕湛高速过路揭西大溪至博罗石坝段	167.26	国高网	100%	2015-2040年	2015.12.30	200.95	25%
16	广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段（试运营）	174.88	国高网	75%	2016-2041年	2016.12.28	220.79	25%
17	兴汕高速兴宁至五华段	83.98	国高网	90%	2017-2042年	2017.9.28	74.99	35%
合计	-	1,361.22	-	-	-	-	1,117.31	-

资料来源：公司提供

通行量方面，随着汽车保有量及路产规模的增加，公司控股高速公路交通流量呈逐年递增趋势，运营环境较好。2019年，公司主要运营路段通行总量达1.22亿辆，公司路产日均车流量为33.32万辆/日。其中二广高速怀集至三水段（广贺）、广州至梧州高速公路马安至河口段、京珠高速粤境甘塘至太和段及汕揭高速通行量较大，2019年上述路段日均通行量分别为5.13万辆/日、4.97万辆/日、4.24万辆/日和3.44万辆/日。通行费收入方面，得益于公司控股高速路段均为国高网重要路段，区位优势明显，尤其近年随着路产规模的逐年增加，公司通行费收入稳定增长，2019年通行费收入为67.90亿元，其中京珠高速粤境甘塘至太和段高速（广韶/京珠南）、二广高速粤境段（包括怀集至三水段）和汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段路段对公司收入贡献最大。

2019年，广韶、二广高速粤境段以及汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段三条高速路段的通行费收入在公司通行费收入中的占比达到69.50%，其中二广高速粤境段以及汕湛高速揭西大溪至博罗石坝

段通行费收入稳步增长，京珠高速粤境甘塘至太和段通行费收入小幅波动。

京珠高速粤境甘塘至太和段是国高网规划项目的重要组成部分，设计标准为双向六车道，车流量较大，长年处于超饱和运营状态。二广高速连接内蒙古二连浩特和广东省广州市，全长2,685公里，是纵贯中国南北的大动脉，国家高速公路网规划（71118网）中的第6纵。公司下属二广高速粤境段位于二广高速的南端，包括怀集至三水段以及连州至怀集段，是连接广东省和湖南省的又一重要通道，截至2019年末，二广高速粤境段总通车里程为303.72公里，占二广高速总通车里程的11.31%。预计未来，随着该路段车流量的持续培育和区域经济的不断发展，该路段通行费收入将得到进一步提升。

此外，公司拟划出的广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段目前为广佛肇高速的资产，仍处于试运营阶段，暂无通行费收入，预计于2020年6月份实现在集团内无偿划转。

表5：2017~2019年公司主要高速公路运营情况（标准车辆万次/日、亿元）

序号	高速公路名称	2017年		2018年		2019年	
		日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	4.02	16.96	4.27	17.99	4.24	17.88

2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	1.07	1.43	1.25	1.62	1.36	1.75
3	汕梅高速	2.85	3.94	3.15	4.35	2.98	4.36
4	汕揭高速	3.50	3.61	3.46	3.55	3.44	3.43
5	广梧高速公路马安至河口段（广云）	5.04	3.04	5.26	3.17	4.97	2.91
6	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	2.84	4.43	2.88	4.48		
7	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	2.30	1.23	1.94	1.37	2.84	7.71
8	云罗高速公路双东-替滨段	3.97	2.11	4.42	2.35		
9	二广高速怀集至三水段（广贺）	4.09	10.15	4.68	11.62	5.13	12.36
10	二广高速公路粤境连州至怀集段	1.73	5.43	1.83	5.70	1.83	5.90
11	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	2.15	-	2.94	10.01	3.34	11.05
12	广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段（试运营）	0.93	-	1.24	-	1.71	-
13	兴汕高速兴宁至五华段	0.83	-	1.15	-	1.48	0.56
	合计	35.32	52.33	38.45	66.22	33.32	67.90

资料来源：公司提供

未来随着经济的发展及车辆保有量的持续增加，公司车流量和通行费收入有望继续增长。近年因公司经营路产持续增加及新通车路产运行逐渐成熟，公司运营高速公路车流量大幅增长。收费标准方面，根据省人民政府《关于调整收费公路车辆通行费计费方式的批复》，自2020年1月1日起，全省高速公路（含高速公路桥梁、隧道项目，港珠澳大桥主体工程除外）调整计费方式，统一执行《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）。客车车型仍按照座位数分成4类，并分类计费；货车由计重收费统一改为按车（轴）型收费。客车、货车执行相同的收费费率，即四车道高速公路0.45元/标准车公里、六车道及以上高速公路0.6元/标准车公里，并在基本费率的基础上按类乘以对应收费系数。

车型分类调整和车（轴）型收费实施后，对合法装载的客车和货车收费水平基本持平，但对载重较高车辆的收费水平略有下降，公司高速公路通行费收入预计有所下降。

表6：广东省高速公路客车收费标准

车型	客车（座位数）	收费系数
1	客车≤9座	1
2	10座≤客车≤19座	1.5
3	客车20座-39座（含）	2
4	客车≥40座	3

资料来源：广东省公路管理局

表7：广东省高速公路货车收费标准

类别	车型及规格	收费系数
1	二轴（车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg）	1
2	二轴（车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg）	2.1
3	三轴	3.16
4	四轴	3.75
5	五轴	3.86
6	六轴	4.09

资料来源：广东省公路管理局

道路分流方面，目前公司部分控股路产受其他路桥分流比较明显，其中京珠高速粤境甘塘至太和段受106国道翁城至鳌头段分流影响；汕梅高速受梅汕高铁以及预计2020年5月改造完成的国道206神将至附城段分流影响；汕揭高速受梅汕高铁以及

预计 2020 年 6 月通车的汕湛高速汕揭段分流影响；广云、云梧、广贺、广肇受 2019 年 12 月底通车的清云高速分流影响；揭博高速受预计 2020 年 10 月底通车的兴汕高速五华至陆河段、陆河至汕尾段分流影响；兴汕高速兴宁至五华段受龙紫高速分流影响。

结算方面，各个高速路段的收费站收缴通行费，统一上缴至各省高速公路联网拆分中心，拆分中心按照路段所属情况，将归属于公司的通行费拆分至公司通行费专户。高速公路的通行费收入分为现金收入和 ETC 收入，现金收入采取日清日结方式，每日结款后由银行上门收款；ETC 收入由各地清算拆分中心按月进行，结算后返回各路方。

道路养护方面，高速公路养护分为日常养护、专项养护及大修、中修等。公司按照坚持实施“预防

为主，防治结合”的养护方针，推行早期预防性养护与中长期矫正性养护相合的养护理念，采用国际先进的技术和设备定期对下属路产的路况进行定期、不定期检测，并根据检测结果制定养护计划，以减少大、中修次数和频率，降低养护成本。2019 年公司公路养护支出为 5.83 亿元。2018 年起养护支出明显增加主要系部分路段通车时间较长或者隧道路路面较多，需增加养护支出。其中，广梧高速公路马安至平台段通车里程相对较长且通车时间较久，道路养护成本较高；云罗高速公路双凤至双东段（云梧）隧道路路面较多，沥青路面历史投入较少，维修支出增加；京珠高速粤境甘塘至太和段及二广高速怀集至三水段通车里程较长且日通行量较大，道路养护成本高；2019 年上述高速公路养护支出分别为 1.28 亿元、0.75 亿元、1.14 亿元和 0.68 亿元。

表8：2017~2019年公司高速公路养护和维修支出情况（万元）

序号	高速公路名称	2017 年	2018 年	2019 年
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	4,392.84	7,435.00	11,424.00
2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	980.80	1,936.00	3,401.00
3	汕梅高速（路达）	1,937.20	4,568.00	3,705.00
4	汕梅高速（粤嘉）	899.53	3,273.00	4,200.00
5	汕揭高速	1,775.04	4,923.00	6,157.00
6	汕湛高速	0.00	1,995.00	1,617.00
7	广梧高速公路马安至河口段（广云）	1,143.73	5,743.00	12,782.00
8	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	4,801.51	959.00	
9	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	628.4	5,301.00	7,522.00
10	二广高速怀集至三水段（广贺）	3,194.32	5,842.00	6,767.00
11	兴汕高速兴宁至五华段	1,673.31	0.00	736.04
12	广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段（试运营）	101.00	0.00	0.00
合计	-	21,527.68	41,975.00	58,311.00

资料来源：公司提供

从未来增长趋势来看，随着公路路产规模的持续增加，成熟期高速客流量的自然增长、培育期的高速公路步入成熟期，公司通行费收入有望实现增长。

高速公路建设主要为存量项目建设，尚需投入资金规模较大，存在一定的资金压力

目前，公司的高速公路建设多为存量项目，并且随着项目建设的逐步推进陆续进入尾声。在建项

目方面，截至 2019 年底，公司在建的高速公路主要为汕湛高速公路惠州至清远段项目、潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目以及兴宁至汕尾高速公路五华至陆河段项目等六个工程，在建高速公路里程共计约 278.32 公里。其中，兴汕高速五华至陆河段全长 45.91 公里，设计标准为双向四车道，概算总投资为 51.47 亿元，预计完工时间为 2020 年 12 月；汕湛高速惠州至清远段预计完工时间为 2020 年，设计标准为双向六车道，单公里概算造价为 1.65

亿元，主要由于桥隧达到 52.87%，且项目用地跨越市区，前期征拆费用较高；潮汕环线设计标准为双向四车道，由于该项目全程高架桥涉及且项目用地为市区路段，征拆费用高，单公里概算造价高达 2.09 亿元。

从总投资方面看，公司在建项目总投资 442.99 亿元，截至 2019 年末，已投资 303.14 亿元，后续仍有 139.85 亿元的资金尚需投入，其中 2020 年~2022 年分别计划投资 89.94 亿元、3.21 亿元和 8.20 亿元，公司将主要依靠自身对外融资，公司未来资金压力较大。

表9：截至2019年末公司主要在建高速公路项目情况（公里，亿元）

项目	建设时间	预计通行里程	预计总投资额	截至 2019 年末已投资额	预计投资额		
					2020 年	2021 年	2022 年
潮汕环线高速公路(含潮汕联络线)项目	2015-2020	81.30	152.21	111.41	41.44	-	-
4444	2015-2020	126.2	207.92	144.69	27.00	-	-
兴(宁)汕(尾)高速公路五华至陆河段项目	2016-2020	45.91	51.47	33.26	16.00	-	-
梅大高速公路梅州东环支线项目	2016-2020	14.23	19.97	13.76	4.80	-	-
二广高速连山-贺州支线	-	5.98	11.41	0.02	0.00	3.21	8.20
二广高速连州连接线	-	4.70	4.10	1.48	0.70	-	-
合计	-	278.32	442.99	304.62	89.94	3.21	8.20

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，受益于公司运营路产的逐渐增多、优越的地理位置、地区经济的不断发展以及居民汽车保有量的增加带来的通行量增加，公司近年路桥收费收入持续增长，整体经营状况良好。但是，公司目前在建高速公路规模较大，后续存在一定的资本支出压力。

此外，新冠疫情期间通行费免费政策以及车流量下滑对公司一季度收入影响较大。但随着 2020 年 5 月 6 日起公路恢复收费以及车辆通行量逐步恢复正常，公司通行费收入有望恢复常态。同时，仍需关注交通部后续出台的高速公路补贴等政策。

其他业务

公司其他业务收入主要来自于服务区经营权、广告、租金、联网收费劳务费以及劳务等。2019 年公司其他业务收入为 0.58 亿元。

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告，其中 2017~2018 年数据系采用 2018~2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据系采用 2019 年审计报告的期末数。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

公司收入规模稳步增长，收入结构以通行费收入为主，毛利率水平基本稳定；公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益

公司的营业收入主要由通行费收入、服务区租赁收入及广告收入等构成。近年来，随着运营高速公路里程的不断增加，公司营业收入稳步增长，2019 年，公司实现营业总收入 68.48 亿元，其中通行费收入是公司主营业务收入的主要来源，2019 年公司实现通行费收入 67.90 亿元，占营业收入的比重为 99.16%。

表10：2017~2019年公司营业收入构成情况（亿元）

主营业务	2017 年	2018 年	2019 年
------	--------	--------	--------

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费收入	52.47	49.24%	66.22	42.59%	67.90	42.83%
其他业务收入	0.49	97.04%	0.49	99.03%	0.58	80.62%
合计	52.96	49.68%	66.71	43.00%	68.48	43.15%

注：其他业务包括服务区经营权、广告、租金、联网收费劳务费、劳务等。

资料来源：公司提供

营业成本及毛利率方面，公司所经营路段全部为经营性高速公路，通行费业务成本主要为路产折旧和养护成本等。毛利率方面，2019年，公司综合营业毛利率为43.15%。

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用及管理费用构成，近年来随着公司投资建设的高速公路项目不断增多，融资规模亦不断扩大，利息支出也随之增长，受此影响，公司期间费用持续增长，2019年，公司期间费用为24.03亿元，2018~2019年管理费用连续小幅增长主要是2018年12月汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段、2019年9月兴汕高速兴宁至五华段分别结束试运行，正式投入运营所致；2019年财务费用减少至20.93亿元，主要系公司2019年收到财政厅的贴息收入。同期，公司期间费用率为35.10%，公司期间费用控制能力有待提升。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
管理费用	2.42	2.60	3.10
财务费用	17.63	23.00	20.93
费用合计	20.04	25.60	24.03
期间费用率	37.85%	38.38%	35.10%
经营性业务利润	5.95	2.73	5.10
其中：其他收益	0.00	0.004	0.01
资产减值损失	-0.02	0.01	-0.002
投资收益	-2.31	1.09	1.12
营业外损益	0.14	0.18	0.08
利润总额	3.79	3.99	6.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益，2019年，经营性业务利润为5.10亿元，其中2018年经营性业务利润大幅下降主要系当期财务费用较高；同期，投资收益为1.12亿元，主要投资单位包括深圳高速公路股份有限公司以及肇庆粤肇公路有限公司等，其中公司持有的广东博大

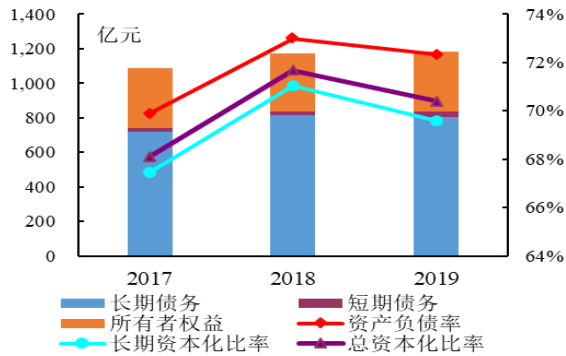
高速公路有限公司股权无偿划出，导致2018年起投资收益由负转正；2019年投资收益较2018年增加309.03万元，同比增长2.83%。

中诚信国际认为，作为广东省重要的省级高速公路投资运营平台，公司路产质量优良，随着区域经济增长、汽车保有量增加以及在建高速公路项目的完工通车，公司收取的通行费逐年提高，整体盈利能力较强。

随着公路建设项目接近尾声，资产规模增速放缓；公司资产以路桥资产为主，整体流动性略差；整体杠杆水平略高，负债多为长久期债券和长期借款；但鉴于自有资本实力较强，整体风险可控

近年来，随着高速公路建设项目逐步推进并陆续接近尾声，公司整体资产规模仍增长但增长速度有所放缓。2019年，公司总资产为1268.16亿元。负债方面，随着公司下属高速路段建设不断推进，公司自有资本仍难以满足资本扩张的速度，外部融资需求有所增加，负债规模有所上升，同期，公司总负债为917.52亿元；自有资本方面，公司所有者权益为350.64亿元，其中2019年所有者权益略有上升主要系子公司收到地方政府财政出资11.82亿元用于惠清项目和潮汕环线项目。

财务杠杆方面，受负债增长影响，公司资产负债率亦有所上升，2017~2019年，公司资产负债率分别为69.91%、73.00%和72.35%；同期，总资本化比率分别为68.11%、71.67%和70.40%。

图 4：2017~2019 年末公司资本结构分析


数据来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成。截至 2019 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 37.66 亿元和 1,230.51 亿元，占总资产比例分别为 6.33% 和 93.67%。

非流动资产方面，截至 2019 年末公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成，在非流动资产中的占比分别为 53.34%、25.31% 和 18.72%。其中，2019 年，固定资产为 656.30 亿元，2019 年同比上升 6.31% 主要系在建路产工程转入；同期，公司在建工程为 311.39 亿元，主要系随着在建项目的推进，公司在建工程增加所致；同期，公司无形资产为 230.41 亿元，仍主要由公司收费公路特许经营权构成。

截至 2019 年末，公司流动资产仍主要由货币资金、其他流动资产及其他应收款等构成，占流动资产的比重分别为 52.84%、22.93% 和 19.72%。2019 年，公司货币资金为 19.90 亿元，其中受限部分 0.24 亿元，主要系通行费清算账户存款及待清算其他货币资金，整体受限比例较低；同期，其他流动资产为 8.63 亿元，公司其他流动资产大幅上升主要系增值税留抵税额增加；同期，其他应收款为 7.42 亿元，其中 2019 年前五大款项主要系应收广东交通集团关联往来款 4.62 亿元、新粤有限公司（香港本部）关联往来 1.00 亿元、中国建设银行广东省分行融资租赁押金 0.75 亿元、深圳高速公路股份有限公司暂付款项 0.66 亿元和保利长大工程有限公司 0.06 亿元，其中广东交通集团应收往来款占比达 61.16%，集中度较高。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	48.76	65.34	19.90
其他应收款	9.43	9.70	7.42
其他流动资产	0.06	0.06	8.63
固定资产	646.83	617.33	656.30
在建工程	159.02	276.33	311.39
无形资产	220.20	225.52	230.41
总资产	1,149.95	1,227.88	1,268.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2019 年末，公司流动负债和非流动负债分别为 62.60 亿元和 854.92 亿元，占总负债比例分别为 6.82% 和 93.18%。具体看，2019 年公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占非流动负债的比例分别为 81.61% 和 11.70%。其中，2019 年公司长期借款为 697.72 亿元，主要系新增质押借款所致，新增质押借款利率区间为 4.41%~4.90%；同期，公司应付债券为 100.00 亿元，2019 年公司未新发债券。

公司流动负债主要由一年内到非流动负债、其他应付款以及应付账款构成，截至 2019 年末，上述科目分别占非流动负债的比例分别为 41.86%、26.43% 和 17.61%。2019 年，公司一年内到期非流动负债为 26.20 亿元，主要系一年内到期的长期应付款增加所致；同期，其他应付款为 16.55 亿元，主要系公司集团控股关联方往来款减少所致；受应付相关建设单位的工程款项减少所致，同期，公司应付账款为 11.02 亿元。

有息债务方面，2019 年末公司总债务为 872.05 亿元，同比增加 3.94%；公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.04 倍，略微上涨，公司债务结构较为合理，符合高速公路建设周期较长的特点。

到期债务分布方面，公司 2020 年至 2023 年待偿还有息债务规模分别为 32.45 亿元、37.26 亿元、25.43 亿元和 30.03 亿元，存在一定的债务偿还压力。

表 13：截至 2019 年末有息债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2020	2021	2022	2023
到期债务	32.45	37.26	25.43	30.03

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，随着在建项目的不断推进，公司债务规模有所提升，但考虑到公司自有资本实力较强，公司债务规模仍处于相对可控水平，且债务以长期债务为主，符合公司路桥建设和运营的业务特征，债务期限结构较为合理。

公司具有稳定的经营净现金流入，EBITDA 对债务利息具有一定覆盖能力，且公司备用流动性充足，对外担保比例较低，整体偿债压力较小；但受限资产略高，或存在一定风险

从获现能力来看，随着投资路产的增加及盈利能力的提升，公司 EBITDA 呈逐年增加态势，2019 年公司 EBITDA 为 53.32 亿元，主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，占比分别为 11.82%、39.82%和 48.35%。

从偿债指标来看，2019 年公司总债务/EBITDA 为 16.35 倍，同比上升 0.50 倍；同期 EBITDA 利息倍数为 1.46 倍，与去年持平，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度较强。

现金流方面，随着公司收费道路经营日趋成熟，公司经营活动净现金流基本保持稳定态势。2019 年公司经营活动净现金流为 51.11 亿元，其中 2018 年经营活动净现金流大幅上升主要是主要系公司运营的高速公路里程增长而通行费收入相应增长所致。2019 年公司经营活动净现金流对债务的覆盖倍数仍为 0.06 倍，保持平稳；同期，对利息的覆盖倍数为 1.40 倍，较去年下降 0.03 倍。总的来看，公司经营性现金流对债务本金的保障能力较弱，但对利息的保障程度较好。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
短期债务	21.44	25.12	32.45
长期债务	717.83	813.86	839.61
总债务	739.27	838.98	872.05
货币资金/短期债务	2.27	2.60	0.61
EBITDA/短期债务	1.92	2.11	1.64

经营活动净现金流	40.86	52.07	51.11
投资活动净现金流	-114.66	-111.57	-101.51
经营活动净现金/总债务	0.06	0.06	0.06
经营活动净现金/利息支出	1.31	1.43	1.40
EBITDA	41.23	52.92	53.32
总债务/EBITDA	17.93	15.86	16.35
EBITDA 利息倍数	1.32	1.46	1.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2019 年末，公司获得各银行授信额度约 1,219.20 亿元，已使用 810.28 亿元，未使用授信额度 353.56 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额 0.18 亿元，占净资产的比重为 0.05%，被担保方为广东利通置业投资有限公司，系广东省国有企业，加之担保金额相对较小，公司的或有风险可控。

受限资产方面，截至 2019 年，公司受限资产总额为 1,154.16 亿元，基本为高速公路收费权，占期末总资产的比重为 91.01%，其中 619.11 亿元为已通车项目质押借款，303.34 亿元为公路建成后收费权用作质押借款，此外，广佛肇高速公路享有的 25 年经营收费权及其项下全部收益 230.74 亿元作为银团贷款质押担保而受限。公司整体受限资产规模相对较高。

总体来看，公司财务结构合理，短期偿债压力不大；同时，业务运营良好，盈利能力强，现金流稳定，偿债指标表现良好。同时考虑到政府在资金、政策等方面给予公司的支持力度强，公司整体偿债风险较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 4 月 20 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。外部支持

公司作为广东省重要的高速公路建设与运营主体，拥有省内高质量的路桥资产，收入具有稳定性；并在资本金拨付以及资产划转等方面得到了政府和股东的大力支持

公司作为广东省重要的高速公路建设以及运营主体，其全资及控股的高速公路项目全部位于经济排名前列的广东省。广东省 2019 年实现生产总值（GDP）107,671.07 亿元，同比增长 6.20%。发达的区域经济实力及较快的经济增长速度对高速公路建设运营的拉动效应明显。此外，随着高速公路资产的陆续注入，截至 2019 年末，公司旗下拥有高速公路 1,361.22 公里，约占全省高速公路通车里程的 15.12%。公司路产大多位于广东省高速中的主高架，地理位置优越，随着公司路产增长和车流量增加，公司通行费收入可实现持续增长。

公司在资金和政策方面得到政府的支持。高速公路建设资本金方面，为支持高速公路的发展，广东省财政厅及当地政府每年按照项目资本金比例及公司实际投资路产情况向公司拨付一定比例的资本金（公司路产的建设资金主要来自于项目资本金及公司自筹资金，其中项目资本金比例一般为 25%~40%，分别由省级财政、市级财政及公司按约定比例承担），一定程度上缓解了资金压力。

此外，公司在发展过程中还得到股东广东交通集团在资产划转、融资、资金拆借及公司管理等方面的大力支持。2017 年广东交通集团将旗下子公司所持有的广东广佛肇高速公路有限公司 75% 股权、广东宁华高速公路有限公司 15% 股权以及广东云梧高速公路有限公司 46% 股权无偿划转给公司，划转完成后，持股比例分别为 75%、90% 和 100%。股东对公司无偿划转股权，使得公司拥有优质路桥资产。

偿债保障措施

“18 粤桥 02”本息的到期兑付由广东省交通集团有限公司（本节简称“广东交通集团”或“公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

广东交通集团是广东路桥的控股股东，于 2000

年 6 月 23 日成立，为将省交通厅、省人大常委会办公厅脱钩的企业及省铁路集团等共 126 户企业合并组建而成¹，承担着广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设任务，是广东省资产规模最大的省属国有企业之一。公司为广东省人民政府国有资产监督管理委员会的全资企业，实际控制人是广东省人民政府，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为人民币 268.00 亿元。广东省人民政府为公司控股股东及实际控制人。

截至 2019 年末，广东交通集团总资产为 4,245.76 亿元，所有者权益为 1,250.14 亿元，资产负债率为 70.56%；2019 年实现营业总收入 491.12 亿元，净利润 52.54 亿元，经营活动净现金流 272.23 亿元。

公司作为广东省最重要的高速公路建设和经营主体，已成为集公路投资经营、公路运输及物流、工程施工、科研设计监理为一体的国有大型企业。公司营业收入仍主要由车辆通行费、物流与销售商品、道路运输、工程施工和服务区经营收入构成，2019 年公司实现营业总收入 491.12 亿元，同比增长 4.41%。

车辆通行费业务方面，2019 年车辆通行费收入为 360.87 亿元，占公司营业总收入比例为 73.94%，随着公司高速公路网络不断完善，预计公司的通行费收入会继续增长。公司经营管理的高速公路基本覆盖了广东省的出省通道和珠三角地区的高速公路网。截至 2019 年末，公司经营管理的高速公路（含参股项目）里程约 7,104 公里，约占广东省高速公路总里程的 74.82%。2019 年，交通集团新增高速公路通车里程 398 公里，占全省新增里程 493 公里的 81%，新增经营性高速包括南沙大桥、高明至恩平高速公路、梅州至平远高速公路、佛开高速公路三堡至水口段改扩建工程；新增政府还贷高速公路包括汕湛高速公路清新至新兴段、河惠莞高速公路龙川至紫金段。上述新通车路段收费期限为经

案》。

¹中共广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅“粤办发【2000】9号”《广东省省属国有企业资产重组总体方

营性高速公路 25 年，政府还贷高速公路 15 年。

物流与销售商品业务方面，公司销售商品收入仍主要为高速公路建设材料销售收入，物流业务主要由下属子公司广东粤运交通股份有限公司（以下简称“粤运交通”）及其附属公司承担，2019 年材料销售收入 37.05 亿元，占营业总收入 7.59%。

客货运输业务，该业务板块的经营主体为下属运输企业，2019 年该板块实现收入 40.96 亿元，占比 8.39%。截至 2019 年底，广东交通集团拥有五星级以上客运站场 91 个，客运班线 2,029 条，线路牌 4,065 块，客货运车辆 9,706 台。2019 年，交通集团下属运输企业共完成客运量 6,867 万人次，完成长途客运周转量 646,084 万人公里，完成货运周转量 18,046 万吨公里。

工程施工业务的施工单位为广东省长大公路工程集团有限公司。截至 2019 年底，广东交通集团在建的高速公路及桥梁项目共 14 个，总投资合计 2,775 亿元，已投资 1,495 亿元，未来尚需投资金额为 1,280 亿元，投资规模较大，公司未来面临较大的资本支出压力，2019 年该部分未实现业务收入。

服务区经营板块由集团直属上市公司广东粤运交通股份有限公司的子公司广东通驿高速公路服务区有限公司向项目业主租赁经营，2019 年该板块实现收入 21.29 亿元。

有息债务方面，2019 年末广东交通集团总债务为 2,675.70 亿元，同比增加 6.38%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.07 倍，符合高速公路行业的特点。

从获现能力来看，广东交通集团 EBITDA 呈逐年增加态势，2019 年公司 EBITDA 为 315.50 亿元，主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，占比分别为 23.90%、46.57%和 28.18%。

从偿债指标来看，2019 年广东交通集团总债务/EBITDA 为 8.48 倍，与去年持平；同期 EBITDA 利息倍数为 2.74 倍，较去年增长 0.74 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度较强。

广东交通集团承担着广东省重点综合运输规划中的大部分高速公路建设任务，在发展的过程中得到广东省人民政府在资金等方面的大力支持。

在资产支持方面，2010 年根据广东省国资委《关于增加广东省交通集团有限公司注册资本的批复》（粤国资函【2009】762 号），广东交通集团将资本公积 70.00 亿元转增注册资本，变更后注册资本达到人民币 268.00 亿元。

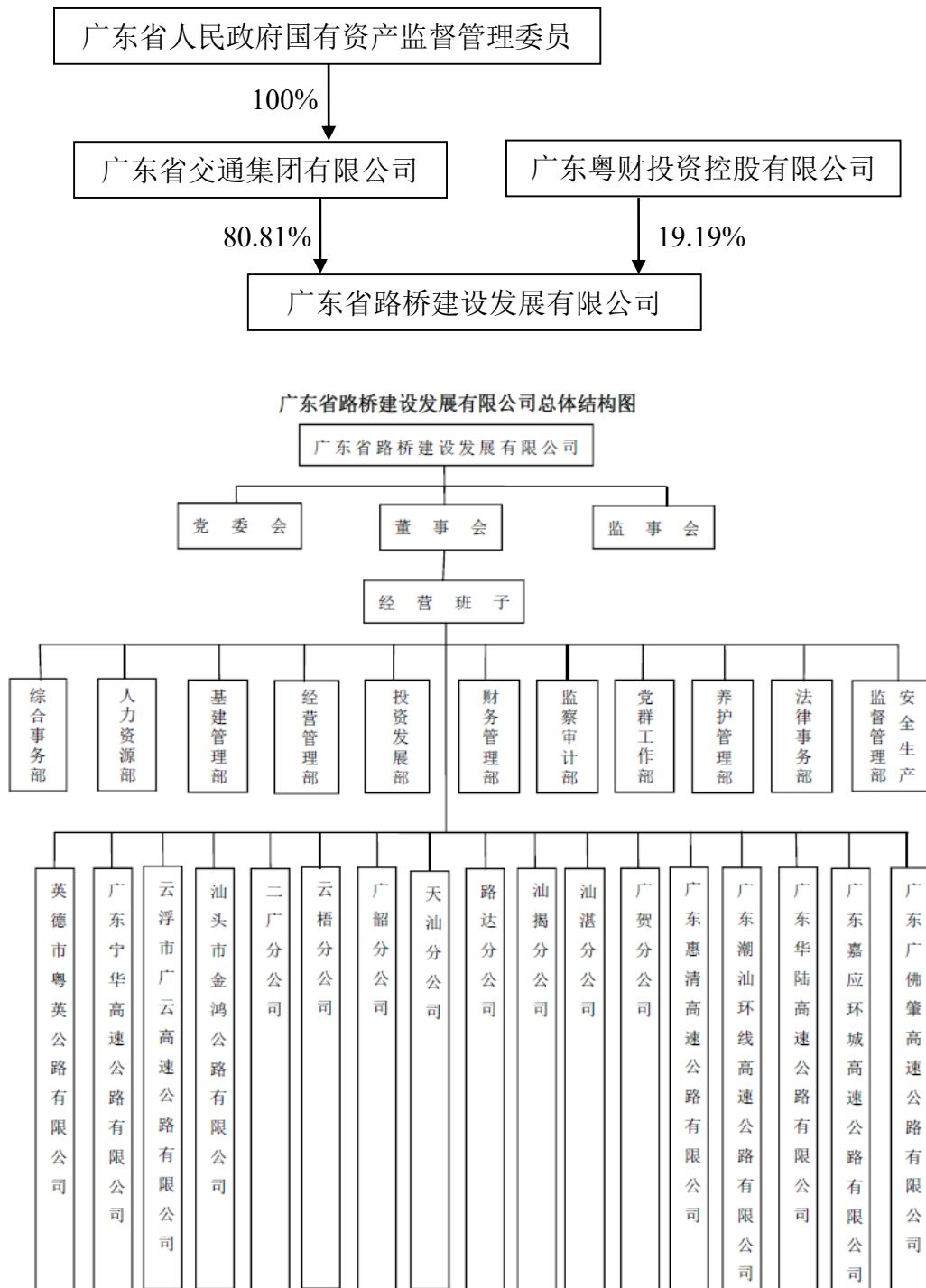
此外，对于省市共建高速公路项目，资本金比例 40%中，由省级财政补助 20%，地方财政补助 12%。

综上所述，中诚信国际维持广东省交通集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为广东交通集团具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“18 粤桥 02”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

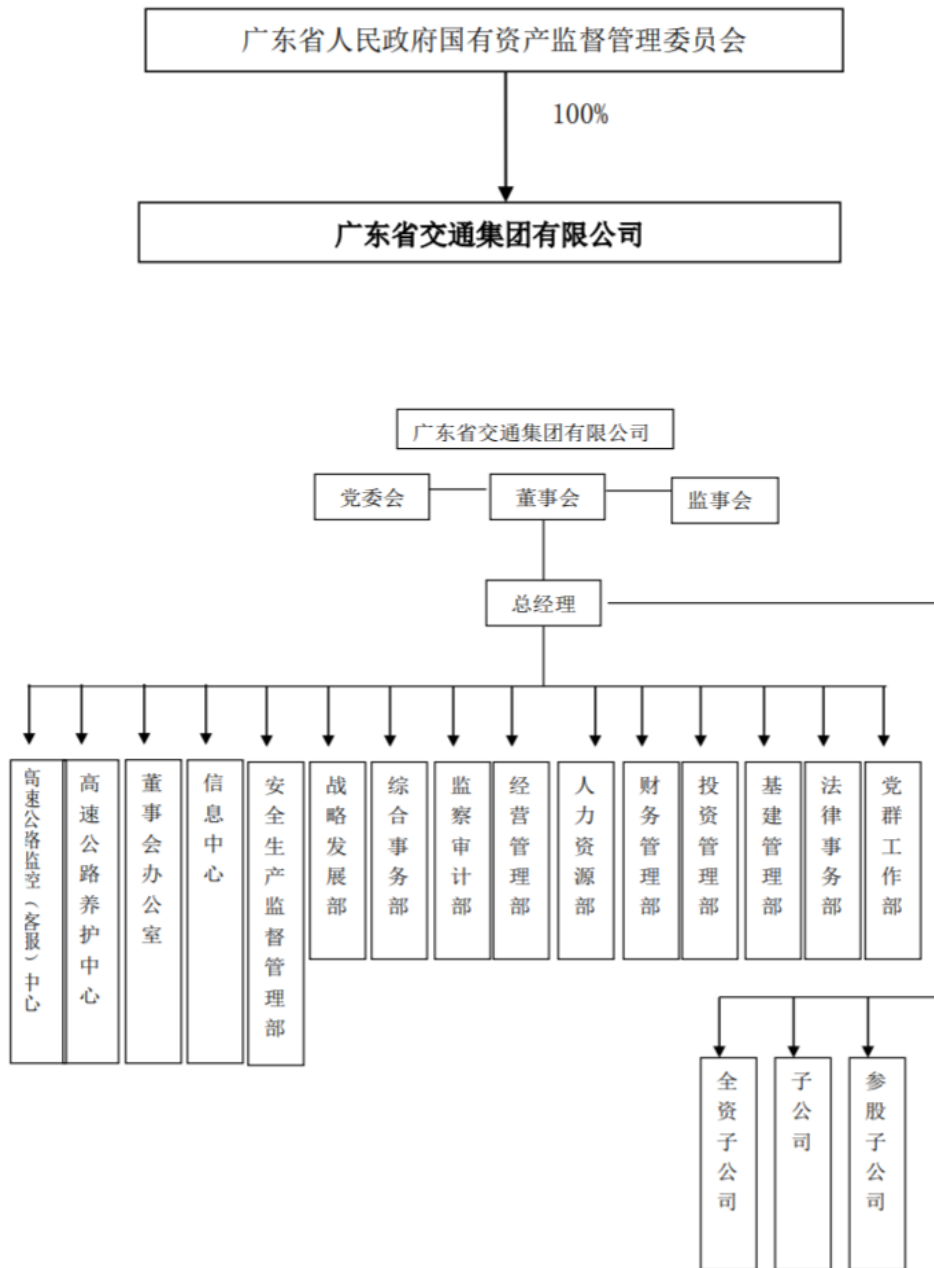
综上所述，中诚信国际维持广东省路桥建设发展有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 粤桥 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：广东省路桥建设发展有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年末)



资料来源：公司提供

附二：广东省交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附三：广东省路桥建设发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	937,681.10	993,392.18	583,260.40
应收账款净额	20,051.28	10,751.95	15,042.32
其他应收款	27,489.43	12,690.30	3,342.28
存货净额	387,761.91	554,893.21	489,408.41
长期投资	115,743.78	143,803.65	146,609.59
固定资产	1,303,639.17	2,547,404.23	3,983,599.94
在建工程	1,815,993.29	1,309,307.64	305,075.47
无形资产	448,592.50	454,233.83	450,988.54
总资产	5,700,412.75	7,190,618.95	6,953,395.99
其他应付款	77,081.76	89,530.59	60,454.06
短期债务	1,795,677.93	1,668,318.70	1,232,085.92
长期债务	158,780.53	904,321.87	1,004,864.76
总债务	1,954,458.46	2,572,640.56	2,236,950.68
净债务	1,016,777.36	1,579,248.38	1,653,690.28
总负债	3,117,990.24	4,278,066.23	3,934,460.96
费用化利息支出	53,877.91	58,535.92	88,112.57
资本化利息支出	11,946.61	25,607.50	11,580.56
所有者权益合计	2,582,422.51	2,912,552.72	3,018,935.03
营业总收入	4,789,837.79	5,590,846.36	7,109,169.03
经营性业务利润	193,454.40	338,758.36	107,564.02
投资收益	17,548.09	7,440.49	7,128.69
净利润	196,075.20	233,867.30	90,567.41
EBIT	252,875.60	304,158.50	188,492.26
EBITDA	342,722.51	426,841.54	413,924.84
经营活动产生现金净流量	92,760.03	397,459.16	451,460.81
投资活动产生现金净流量	-363,005.55	-847,851.76	-526,148.24
筹资活动产生现金净流量	221,138.85	560,724.29	-223,967.27
资本支出	982,469.73	853,628.90	532,687.74

财务指标	2017	2018	2019
财务指标	7.50	10.51	6.60
营业毛利率（%）	3.06	3.88	4.83
期间费用率（%）	7.16	7.63	5.82
EBITDA 利润率	4.54	4.72	2.67
总资产收益率（%）	8.09	8.51	3.05
净资产收益率（%）	0.69	0.81	0.69
流动比率（X）	0.56	0.65	0.51
速动比率（X）	12.61	10.62	12.72
存货周转率(X)	100.43	363.00	551.22
应收账款周转率（X）	54.70	59.50	56.58
资产负债率（%）	43.08	46.90	42.56
总资本化比率（%）	91.88	64.85	55.08
短期债务/总债务（%）	0.05	0.15	0.20
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.24	0.37
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.41	4.72	4.53
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.11	12.15	17.12
应收类款项/总资产（%）	5.70	6.03	5.40
总债务/EBITDA（X）	0.19	0.26	0.34
EBITDA/短期债务（X）	5.21	5.07	4.15
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.84	3.61	1.89

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2017~2018年数据系采用2018~2019年审计报告的期初数，2019年数据系采用2019年审计报告追溯调整的期末数；3、已将其他应付款中的有息债务调整至短期债务，将其他非流动负债和长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

附四：广东省交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	1,955,981.23	2,807,528.10	2,368,944.51
应收账款净额	159,104.92	142,437.48	140,024.75
其他应收款	249,526.35	230,174.97	195,957.67
存货净额	474,966.91	248,695.65	769,979.60
长期投资	1,105,495.29	1,198,357.56	1,047,493.02
固定资产	21,350,409.29	24,361,592.57	25,016,797.07
在建工程	7,417,821.18	5,885,887.68	7,765,219.95
无形资产	3,135,702.10	3,161,896.40	3,192,709.98
总资产	37,254,002.17	39,791,032.09	42,457,625.63
其他应付款	858,619.78	1,236,240.78	1,242,798.03
短期债务	1,230,685.61	997,659.12	1,762,206.84
长期债务	21,768,738.53	24,155,338.60	24,994,818.71
总债务	22,999,424.14	25,152,997.73	26,757,025.54
净债务	21,043,442.90	22,345,469.62	24,388,081.04
总负债	26,401,649.97	28,112,718.04	29,956,271.44
费用化利息支出	710,670.09	781,947.11	889,092.89
资本化利息支出	316,760.00	704,318.56	262,837.61
所有者权益合计	10,852,352.20	11,678,314.05	12,501,354.18
营业总收入	4,542,539.77	4,703,652.84	4,911,232.96
经营性业务利润	680,997.14	676,469.35	629,116.66
投资收益	127,315.04	204,348.81	109,916.77
净利润	591,867.23	679,981.32	525,412.83
EBIT	1,531,329.99	1,710,437.42	1,643,057.28
EBITDA	2,636,789.27	2,966,635.36	3,154,993.81
经营活动产生现金净流量	2,051,662.16	2,448,000.20	2,722,254.18
投资活动产生现金净流量	-2,279,507.97	-3,076,501.45	-2,747,441.58
筹资活动产生现金净流量	-385,112.13	1,415,034.57	-390,857.01
资本支出	2,460,933.05	3,138,494.48	2,970,725.14
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	37.29	37.75	37.27
期间费用率（%）	22.04	23.35	24.53
EBITDA 利润率（%）	0.58	0.63	0.64
总资产收益率（%）	4.18	4.45	4.00
净资产收益率（%）	14.62	15.21	13.59
流动比率（X）	0.77	1.08	1.01
速动比率（X）	0.66	1.01	0.81
存货周转率(X)	6.52	8.07	5.73
应收账款周转率（X）	31.99	31.19	33.30
资产负债率（%）	70.87	70.65	70.56
总资本化比率（%）	67.94	68.29	68.16
短期债务/总债务（X）	0.05	0.04	0.07
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.10	0.10
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.67	2.45	1.54
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.00	1.65	2.36
总债务/EBITDA（X）	8.72	8.48	8.48
EBITDA/短期债务（X）	2.14	2.97	1.79
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.57	2.00	2.74
EBIT 利息覆盖倍数（X）	1.49	1.15	1.43

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2017~2018年数据系采用2018~2019年审计报告追溯调整的期初数，2019年数据系采用2019年审计报告的期末数；3、已将其他流动负债调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。