



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】513 号

大公国际资信评估有限公司通过对广东省路桥建设发展有限公司及“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”的信用状况进行跟踪评级，确定广东省路桥建设发展有限公司的主体长期信用等级调整为 AAA，评级展望维持稳定，“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年六月二十三日



广东省路桥建设发展有限公司主体与 相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】513 号

主体信用

跟踪评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**
 上次评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
14 粤路桥 MTN001	10	10(7+3)	AAA	AAA	2016.06
15 粤路桥债/15 粤路桥	20	15	AAA	AAA	2016.06
16 粤桥 01	30	15	AAA	AAA	2016.06
16 粤桥 02	20	15	AAA	AAA	2016.09

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	838.35	839.02	774.36	719.88
所有者权益	273.65	269.92	231.02	210.49
营业收入	14.19	49.10	42.04	40.25
利润总额	1.93	4.40	1.47	4.63
经营性净现金流	10.66	36.17	30.24	26.67
资产负债率 (%)	67.36	67.83	70.17	70.76
债务资本比率 (%)	65.44	65.90	68.49	66.86
毛利率 (%)	53.28	53.21	51.57	47.56
总资产报酬率 (%)	0.77	2.41	2.13	2.26
净资产收益率 (%)	0.31	0.84	0.07	0.98
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.90	1.45	1.15	1.34
经营性净现金流/总负债 (%)	1.88	6.50	5.74	6.65

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

跟踪评级观点

广东省路桥建设发展有限公司（以下简称“广东路桥”或“公司”）是广东省高速公路投资、建设和运营主体之一。评级结果反映了 2016 年以来广东省经济的持续较快发展继续为高速公路行业提供良好的外部环境，二广高速的全线通车、公司控股路段的正式运营以及广佛肇高速的无偿划入对未来通行费收入的拉动作用将逐步体现，公司继续得到股东广东省交通集团有限公司（以下简称“广东省交通集团”）的有力支持，经营性净现金流对债务及利息的保障能力提升等有利因素；同时也反映了公司在建高速公路投资额度仍较大，仍面临较大的资本支出压力，有息债务在总负债中占比仍很高，财务费用规模仍较大，削弱了公司的盈利能力等不利因素。广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级调整为 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 广东省经济的持续快速增长继续为高速公路行业发展提供良好的外部环境；
- 二广高速全线通车、公司控股二广高速粤境连州至

评级小组负责人：杨绪良
 评级小组成员：张玉琪 王文君
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

怀集段的正式运营以及广佛肇高速的无偿划入对公司未来通行费收入的拉动作用将逐步体现；

- 公司继续得到股东在项目资本金及路产注入等方面的有力支持；
- 2016年，公司经营性净现金流获取能力进一步增强，对债务及利息保障能力提升；
- 广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

不利因素

- 公司在建高速公路投资额度仍较大，仍面临较大的资本支出压力；
- 公司有息债务规模在总负债中的占比仍很高；
- 财务费用规模仍较大，削弱了公司的盈利能力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的广东路桥存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

广东路桥成立于 1994 年 6 月 16 日，隶属于广东省公路管理局。2000 年 9 月，按照粤发【1999】54 号文以及《广东省省属移交国有企业交接协议书》的要求，公司正式划由广东省交通集团管理。2003 年 3 月，经广东省交通集团粤交集【2003】244 号文批复同意，以清产核资报告核定的净资产作为出资额，将公司改制为国有独资公司，同年 5 月，公司完成在广东省工商行政管理局变更手续，注册资本为人民币 39.33 亿元。2009 年 11 月，经股东广东省交通集团粤交集投【2009】100 号文批复同意，公司以部分资本公积转增注册资本，转增后注册资本为 75 亿元人民币。2013 年，根据粤国资函【2013】1193 号，同意《广东恒旭股权投资基金（有限合伙）参与广东省路桥建设发展有限公司股权运作方案》，广东恒旭股权投资基金（有限合伙）¹（以下简称“恒旭基金”）以货币出资形式增加广东路桥注册资本 18.20 亿元，公司注册资本变更为 93.20 亿元。2014 年 6 月 23 日，根据协议，股东广东省交通集团回购恒旭基金持有的广东路桥 19.53% 股权，公司再次成为广东省交通集团全资子公司，同时，股东广东省交通集团对公司减资 40.05 亿元，其中注册资本减少 18.20 亿元，资本公积减少 21.85 亿元，减资后公司注册资本为 75 亿元。根据广东省交通集团与广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）签订的《关于广东省路桥建设发展有限公司的增资协议》，2014 年粤财控股以货币出资 29.43 亿元，其中增加注册资本 9.04 亿元，增加资本公积 20.38 亿元，变更后公司注册资本为人民币 84.04 亿元。2016 年 10 月 18 日，粤财控股和广东省交通集团签订《关于广东省路桥建设发展有限公司第 2016 期增资协议》，拟对公司增加注册资本人民币 7.87 亿元，其中粤财控股以资金人民币 25.52 亿元认缴标的公司本次增加的注册资本 7.87 亿元，溢价部分进入资本公积；广东省交通集团以资金人民币 19.59 亿元认缴标的公司本次增加的注册资本 1.00 元，溢价部分进入资本公积，截至 2017 年 3 月末，该增资事项尚未办理工商注册变更，公司注册资本为人民币 84.04 亿元，广东省交通集团占股 89.24%，粤财控股占股 10.76%。广东省国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）为公司实际控制人。

公司主要从事广东省部分高速公路、桥梁、房地产项目及其配套

¹ 恒旭基金由广东省恒健投资控股有限公司发起设立，广东省恒健投资控股有限公司实际控制人为省国资委。

设施的投资及运营。截至 2017 年 3 月末，公司控股已建成的高速公路里程 1,095.15 公里，控股在建的高速公路 367.99 公里。公司拥有分公司 5 家，纳入合并报表范围内二级控股子公司 12 家。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 粤路桥 MTN001	10	2014.05.12~2024.05.12	4 亿用于补充运营资金 6 亿用于置换银行贷款	已按募集资金要求使用
15 粤路桥债 /15 粤路桥	20	2015.05.21~2030.05.21	全部用于二广国家高速公路粤境连州至怀集段项目建设	已按募集资金要求使用
16 粤桥 01	30	2016.07.12~2031.07.12	用于项目建设及偿还借款	已按募集资金要求使用
16 粤桥 02	20	2016.09.23~2031.09.23	4 亿元用于项目建设，其余用于偿还借款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，未来短期内结构调整带来的经济下行压力仍较大，长期来看经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 11.9%。2017 年一季度，我国经济继续稳中向好，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，全国公共财政预算收入为 4.43 万亿元，同比增长 14.1%，增速较去年同期增加 7.6 个百分点；政府性基金预算收入为 1.15 万亿元，同比增长 27.5%。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家着眼开拓发展空间，促进区域协调发展和新型城镇化。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一

带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

2016 年以来，我国高速公路建设里程持续增加，但交通运输需求有所放缓，未来国家将继续完善路网规划，为高速公路行业发展提供良好的外部环境

交通运输是国民经济发展的基础，交通运输行业更是国家产业政策重点扶持的基础产业，其中，公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系。高速公路在公路运输中仍具有重要的地位，是国家产业政策重点扶持的对象。2016 年我国新增高速公路 6,000 多公里，总里程突破 13 万公里。

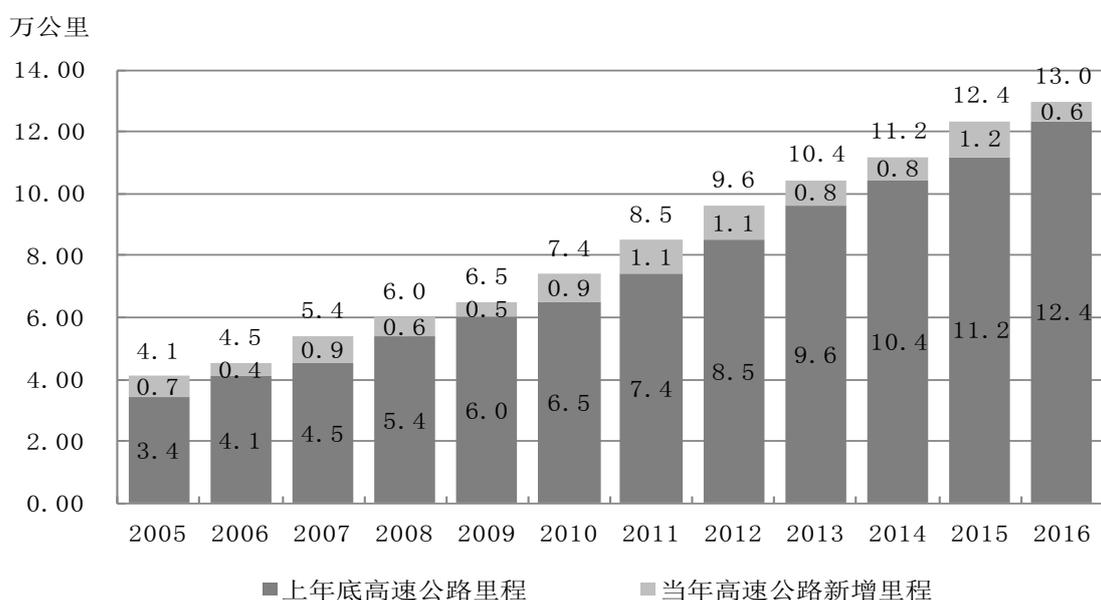


图 1 2005~2016 年我国高速公路通车里程情况

数据来源:Wind 资讯整理

2016 年，受经济下行影响，我国交通运输需求增速放缓，部分运输指标呈现负增长趋势，对高速公路行业收入和盈利能力产生一定影响；全年我国公路货物运输周转量为 61,211.0 亿吨公里，同比增长

5.6%，公路旅客运输周转量为 10,294.8 亿人公里，同比下降 4.2%。根据《国家公路网规划（2013~2030 年）》，国家高速公路网的建设按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。“十三五”期间，我国在高速公路建设方面将加快国家高速公路网剩余路段、瓶颈路段和省际间的断头路的建设，推动高速公路连网发挥规模效益，加快推进高速公路服务于新型城镇化发展战略，加快建设城市群之间及内部互联互通高速公路网，我国高速公路建设任务仍较重。

总体来看，我国高速公路通车里程增长较快，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

高速公路行业政策性仍较强，2016 年以来在投融资、收费体制等方面相关政策的继续执行有助于行业的持续发展；“十三五”期间，高速公路网络将趋于完善

为了加快高速公路的发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。根据《2015 年全国收费公路统计公报》，截至 2015 年末，全国收费公路建设累计债务性资金投入为 4.77 万亿元，债务余额为 4.45 万亿元，其中全国收费高速公路年末债务余额为 4.15 万亿元，政府还贷高速公路和经营性高速公路债务余额分别为 2.32 万亿元和 1.83 万亿元，我国收费高速公路债务余额规模庞大。由于目前高速公路建设仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。

2015 年 5 月和 7 月，交通运输部分别发布《交通运输部关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（交财审发【2015】67 号，以下简称《指导意见》）及《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》（以下简称“修订稿”）。其中，《指导意见》明确指出完善政府主导的交通运输基础设施公共财政保障制度。各地交通运输部门要将没有收益的公路、水路交通基础设施，其建管养运、安全应急、服务等所需资金纳入年度财政预算予以保障。同时，要进一步完善“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），最大限度的鼓励和吸引社会资本投入，充分激发社会资本投资活力。修订稿基于“用路者付费，差别化负担”的理念，相较 2004 年出台的《收费公路管理条例》（以下简称“现行条例”）主要作出以下修订：（一）调整两类收费公路的内涵：将通过政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，统一采取发行地方政府专项债券方式筹集建设及改扩建资金，用通行费偿还，纳入政府性基金预算管理；在经营性公路中增加 PPP 模式，并统一表述为特许经营公路。（二）调整政府收费公路统借统还制度，将举债和偿债主体从交通运

输主管部门变更为地方人民政府。(三)调整收费期限:政府收费公路不再规定具体收费期限,按照用收费偿还债务的原则,以该路网实际偿债期为准确定收费期限。(四)实行高速公路长期收费模式:政府收费高速公路在政府性债务偿清后,以及特许经营高速公路经营期届满后,可实行养护管理收费。(五)进一步规范收费公路转让。此外,为优化投资结构,2015年9月的国务院常务会议确定调整公路建设项目最低资本金比例,由25%下调至20%,该调整有助于合理降低投资门槛,提高投资能力,增加有效投资,使得以较少的投资资金启动更大的投资项目。

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》,“十三五”时期,我国交通运输发展处于支撑全面建成小康社会的攻坚期、优化网络布局的关键期、提质增效升级的转型期,将进入现代化建设新阶段。到2020年,基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系,部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。“十三五”时期将继续完善高速公路网络,加快推进由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线,以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设,尽快打通国家高速公路主线待贯通路段,推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设,有序发展地方高速公路,加强高速公路与口岸的衔接。

综合而言,高速公路行业政策性仍然较强,2016年以来在投融资、收费体制等方面相关政策的继续执行调动高速公路投资企业的积极性,拓宽高速公路投融资体制,有利于行业的持续发展;“十三五”期间高速公路网络将趋于完善。

2016年以来,广东省经济的持续较快增长继续带动公路交通运输旺盛的需求,高速公路行业发展面临良好的外部环境

广东省是我国经济最发达的省份之一,也是华南地区经济发展的龙头,全省经济长期保持着较高的增长速度,经济总量连续多年居全国首位。2016年,广东省完成地区生产总值79,512亿元,同比增长7.5%,高出全国平均水平0.8个百分点;同期全省地方一般公共预算收入为10,390亿元,同比增长10.3%;其他主要经济指标均保持较高增速,2016年进出口总额为63,029亿元,同比下降0.8%,广东省进出口结构进一步优化,由“外资企业+加工贸易”向“民营企业+一般贸易”转变的趋势明显,同时,广东省与“一带一路”沿线国家贸易增长,累计进出口1.3万亿元,增长6.5%,占全省进出口的20.7%。2016年广东省地区生产总值及地方一般公共预算收入在全国各省及自治区中均位列第一。

区域经济的持续增长带动了地区交通运输需求的增加,公路旅客及货物运输量和周转量均持续增长。2016年,广东省公路旅客运输总量为10.19亿人,同比增长4.0%,旅客运输周转量完成1,079.33亿人公里,同比增长4.3%;公路货物运输总量为27.24亿吨,同比增长6.4%,

公路货物运输周转量为 3,376.76 亿吨公里，同比增长 8.6%，公路运输保持良好发展势头。

在地区经济持续快速发展、财政收入保持增长且交通运输需求不断提升的拉动下，广东省高速公路建设实现了较快的发展。截至 2016 年末，广东省公路通车总里程 21.81 万公里，其中高速公路通车总里程达到 7,683 公里²，比 2015 年末增长 9.4%，高速公路通车里程在全国各省及自治区中位居第一。

表 2 2014~2016 年广东省经济发展基本状况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	79,512	7.5	72,813	8.0	67,792	7.8
地方一般预算收入	10,390	10.3	9,365	12.0	8,060	13.9
工业增加值	-	6.4	-	6.8	29,088	7.8
固定资产投资	33,009	10.0	30,031	15.8	25,928	15.9
社会消费品零售总额	34,739	10.2	31,333	10.1	28,471	11.9
进出口总额（亿美元）	63,029 ³	-0.8	10,230	-5.0	10,767	-1.4
三次产业结构	4.7:43.2:52.1		4.6:44.6:50.8		4.7:46.2:49.1	

数据来源：2014~2016 年广东省国民经济和社会发展统计公报

根据广东省交通运输厅发布《关于高速公路改扩建的管理办法（试行）》（粤交规【2015】359 号）（以下简称“试行办法”），规定改扩建后高速公路的收费标准和收费期限可重新核定；高速公路改扩建后的收费标准按照《收费公路管理条例》及国家和省有关规定报批；新增投资的合理收费期限，经营性项目按照收回投资并有合理回报的原则、政府还贷项目按照用收费偿还贷款本息及有偿集资款的原则，按照国家发布的经济评价方法与参数进行评估测算，并统筹考虑原有高速公路项目投资及收益等情况确定。2016 年以来，该试行办法的继续实施使得进行高速公路改扩建的企业能够合理收回投资，有利于行业内企业的发展。

根据 2016 年 1 月 7 日广东省交通运输厅召开的全省交通运输工作会议，“十三五”期间，广东省高速公路建设规划将紧紧围绕“畅内网、联外网、优衔接”的目标，加快国家高速公路网粤境段和跨珠江口通道建设，加强珠三角对粤东西北地区的辐射；实现与各陆路相邻省区之间拥有 5 条或以上高速公路通道，全部建成通港澳的 6 条高速公路通道；加强高速公路与普通公路的衔接，推进与高快速路接驳的公路的升级改造，完善高速公路互通立交设置，进一步提升“县县通高速”的成效，强化高速公路对县域、中心镇及重要经济开发区的辐射作用。在“十三五”期间，广东省计划完成高速公路建设投资 5,000 亿元，

² 数据来源于 2016 年广东省国民经济和社会发展统计公报。

³ 根据公开资料，2016 年广东省进出口总额单位为亿元。

到 2017 年底，高速公路通车里程超过 8,000 公里，到 2020 年底，高速公路通车里程力争达到 11,000 公里。

总体来看，广东省经济实力仍较强，增长较快，交通运输需求保持旺盛，广东省高速公路行业发展面临良好外部环境。

经营与竞争

2016 年以来，公司营业收入继续增长，通行费收入仍是营业收入和毛利润的主要来源，公司大部分路段效益良好，毛利率继续上升

公司负责广东省部分高速公路投资、建设和运营，2016 年实现营业收入 49.10 亿元，通行费收入仍是营业收入的主要来源。

2016 年，得益于公司运营各路段效益良好，通行费收入稳定增长，在营业收入中占比仍维持在 98% 以上，同比增长 17.39%。其中云罗高速公路双东-碣滨段于 2015 年末由试运营转为正式运营，通行费收入开始计入营业收入，2016 年实现通行费 1.74 亿元，其余大部分路段通行费收入均保持稳定增长。

公司其他业务收入占比较小，主要包括服务区租赁收入和投资补偿收入等。2016 年，公司其他业务收入 0.49 亿元，占营业收入比重仅为 1.00%，其中租赁收入为 0.30 亿元，规模较小。

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。在毛利率方面，2016 年，受益于公司运营各路段通行费收入的稳定增长，毛利率为 53.21%，同比继续上升 1.64 个百分点。

表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	14.18	100.00	49.10	100.00	42.04	100.00	40.25	100.00
通行费收入	14.09	99.37	48.61	99.00	41.41	98.50	39.71	98.65
其他业务收入	0.09	0.63	0.49	1.00	0.63	1.50	0.54	1.35
毛利润	7.55	100.00	26.12	100.00	21.68	100.00	19.14	100.00
通行费业务	7.47	98.94	25.65	98.20	21.07	97.17	18.62	97.26
其他业务	0.08	1.06	0.47	1.80	0.61	2.83	0.52	2.74
毛利率	53.28		53.21		51.57		47.56	
通行费业务	53.00		52.77		50.87		46.89	
其他业务	88.21		96.40		97.12		96.27	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2017 年 1~3 月，二广高速公路粤境连州至怀集段通行费收入开始计入公司营业收入，同时，公司其他路段车流量保持自然增长，公司实现通行费收入 14.09 亿元，较 2016 年同期增长 15.59%；同期，正式

运营路段开始计提折旧费用，使得公司整体毛利率水平为 53.28%，同比下降 3.90 个百分点。

二广高速湖南段于 2016 年末通车，标志着二广高速全线通车，同时，公司运营二广高速公路粤境连州至怀集段于 2016 年末由试运营转为正式通车，通行费收入自 2017 年起计入营业收入，预计未来，公司运营二广高速粤境段车流量及通行费收入将得到大幅提升。

总体来看，2016 年以来，公司营业收入继续增长，通行费收入仍是公司营业收入的最主要来源，受益于大部分路段效益良好，毛利率继续上升。

2016 年公司通行费收入同比大幅增长，广乐高速对京港澳高速粤境甘塘至太和段的分流影响逐渐缓解；同时，二广高速全线通车及二广高速粤境连州至怀集段的正式运营对公司未来通行费收入的拉动作用将逐步体现

公司通车里程较长并对通行费收入贡献较大的路段主要为京珠高速粤境甘塘至太和段和二广高速粤境段（包括怀集至三水段以及连州至怀集段）。截至 2016 年末，公司控股的已建成高速公路通车里程为 1,095.15 公里，其中，汕湛高速揭博段目前仍处于试运营阶段；云罗高速公路双东-碓滨段于 2015 年末由试运营转为正式运营，2016 年起通行费收入开始计入营业收入；二广高速公路粤境连州至怀集段于 2016 年末由试运营转为正式运营。

2016 年以来，公司各路段中京珠高速粤境甘塘至太和段和二广高速怀集至三水段（广贺）车流量最大，两条路段通行费收入为 27.70 亿元，占比达 57.47%。2016 年，广乐高速对京珠高速粤境甘塘至太和段的分流效应逐渐缓解，使得该路段实现通行费收入 17.64 亿元，同比增长 7.43%。公司运营的广贺高速和二广高速粤境连州至怀集段属于国家规划网南北大通道二广高速粤境段，区位优势明显，2016 年广贺高速实现通行费收入 10.06 亿元，同比增长 10.55%，二广高速粤境连州至怀集段通车里程为 160.96 公里，为公司全资控股路段，于 2016 年末转为正式运营，2017 年 1~3 月实现通行费收入 1.71 亿元，路产效益较好，此外，二广高速湖南段的通车标志着二广高速全线通车，预计未来公司运营的二广高速粤境段通行费收入将大幅增长。随着公司试运营路段的正式通车以及新建高速的完工，预计未来在通行费收入方面将逐步摆脱对个别路段的依赖性。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主要路段通行费收入和车流量情况⁴ (单位: 亿元、万辆)

路段名称	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量
京珠高速粤境甘塘至太和段	4.87	409	17.64	1,482	16.42	1,380	24.66	2,072
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	0.35	95	1.39	378	1.48	410	1.38	360
汕梅高速 (路达)	0.61	219	2.62	937	2.52	900	2.28	815
汕梅高速 (粤嘉)	0.28	214	1.10	824	0.99	741	0.86	617
汕揭高速	0.82	283	2.99	1,196	2.10	842	1.53	611
广梧高速公路马安至河口段	0.79	467	3.82	2,250	3.26	1,919	2.93	1,722
广梧高速公路河口至平台段	1.20	273	5.22	1,186	3.84	873	3.38	768
云罗高速公路双凤至双东段	0.32	161	1.62	812	1.51	1,005	1.30	867
二广高速怀集至三水段 (广贺)	2.92	417	10.06	1,437	9.10	1,299	1.14	941
云罗高速公路双东-雷滨段	0.59	395	1.74	1,160	-	801	-	687
二广高速公路粤境连州至怀集段	1.71	193	-	562	-	467	-	518
汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段 (试运营)	-	189	-	641	-	-	-	-
合计	14.46	3,314	48.20	12,865	41.22	10,637	39.46	9,978

数据来源: 根据公司提供资料整理

综合来看, 2016 年, 广乐高速对京港澳高速粤境甘塘至太和段的分流影响逐渐缓解, 京港澳高速粤境甘塘至太和段盈利能力有所提升, 同时, 二广高速的全线通车及二广高速粤境连州至怀集段的正式运营对公司未来通行费收入的拉动作用将逐步体现, 未来公司通行费有望大幅增长。

公司就广佛肇高速等股权无偿划入事项已完成工商变更登记, 控股路段里程增加到 1,270.04 公里, 有利于公司未来车流量及通行费收入的提升

广佛肇高速初始由广东广佛肇高速公路有限公司 (以下简称“广佛肇公司”) 负责建设。广佛肇公司成立于 2013 年 2 月 7 日, 注册资本为 1.00 亿元, 广东省长大公路工程有限公司 (以下简称“长大公司”) 持股比例为 75%, 肇庆市公路发展有限公司⁵持股比例为 25%。根据广东省交通集团《关于广东省长大公路工程有限公司所持部分高速公路项目股权划转的通知》(粤交集投【2016】103 号), 公司与长大公司于 2017 年 1 月签订《广东广佛肇高速公路有限公司国有产权无偿划转协议》, 双方约定将长大公司所持有的 75% 广佛肇公司股权无偿划转至公

⁴ 路产试运营期间未确认收入; 由于公司对试运营路段车流量统计口径作出调整, 2014 年数据与原披露数据不一致。

⁵ 肇庆市公路发展有限公司为肇庆市政府全资国有企业。

司，股权交割日为工商登记变更日。划转完成后，公司将控股广佛肇高速。该事项已于 2016 年 8 月 29 日获得公司全体董事书面表决同意，并于 2017 年 4 月 27 日完成工商变更登记。此外，同时获得公司全体董事书面表决同意的事项还包括将长大公司所持广东宁华高速公路有限公司（以下简称“宁华公司”）15%股权及广东省长大发展投资有限公司（以下简称“发展公司”）所持广东云梧高速公路有限公司（以下简称“云梧公司”）46%股权无偿划转给公司，上述事项也分别于 2017 年 5 月 16 日和 2017 年 5 月 11 日完成工商变更登记。公司对广佛肇公司、宁华公司和云梧公司的持股比例分别为 75%、90%和 100%。

广佛肇高速起于四会大沙镇沙沥村（与二广高速相接），跨越绥江、珠三角环线高速（江肇高速），对接广西梧州绕城高速。全线采用双向四车道高速公路技术标准（除沙沥互通立交至端州互通立交为双向六车道外），设计速度为 100km/h。总投资规模为 219.53 亿元，总里程为 174.885 公里。收费期限为 2016 年 12 月至 2041 年 12 月，共计 25 年。广佛肇高速的建成通车能更好的构建珠三角 1 小时城市圈，与华快三期、广河高速公路等组成横贯全省东西向重要走廊和又一重要出省通道。

整体来看，广佛肇高速无偿划入后，公司运营路段里程增加到 1,270.04 公里，待路产由试运营转为正式通车后，公司车流量及通行费收入将获得提升。

2016 年以来，公司控股的在建高速公路投资规模仍较大，未来仍面临较大的资本支出压力

截至 2017 年 3 月末，公司在建项目有 5 个，分别为二广高速粤境连州至怀集段连州连接线、兴汕高速兴宁至五华段、兴汕高速五华至陆河段、汕湛高速惠州至清远段、潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）及梅大高速梅州东环支线，建设里程共计 367.99 公里。在建项目除资本金外，剩余资金由公司通过银行借款等方式解决，总投资额为 510.66 亿元，已完成投资 81.18 亿元，仍需投入 429.48 亿元，仍面临较大的资本支出压力。

兴汕高速公路兴宁至五华段（含畚江支线）是广东省境内规划建设的一条市际高速公路，是连接汕尾市和梅州兴宁市的一条南北向大通道，设计标准为双向四车道，总投资额 74.99 亿元，公路里程 84.00 公里。该项目由子公司广东宁华高速公路有限公司负责建设及运营管理。兴汕高速五华至陆河段起点位于五华县安流镇与兴华高速相接，途径五华安流、棉洋镇，终点在汕尾市陆河县水唇镇与潮惠高速公路相接，全长 45.91 公里，概算总投资为 51.47 亿元，设计标准为双向四车道，该项目建成后将使梅州绕城高速公路全部衔接成环，同时提供梅州及以北地区、河源及以西地区连接海峡西岸经济区、潮州港等一条快捷高速公路通道。汕湛高速惠州至清远段于 2015 年末动工，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。潮汕环线于 2015 年末动工，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。

表 5 截至 2017 年 3 月末公司主要在建项目及未来拟建项目情况（单位：亿元、公里）

序号	路段名称	概算投资	已完成投资额	里程	建设周期
1	二广高速粤境连州至怀集段连州连接线	4.10	0.02	4.70	2016.12~2018.12
2	宁华公司（兴汕高速公路兴宁至五华段）	74.99	43.84	84.00	2013.12~2017.12
3	华陆公司（兴汕高速公路五华至陆河段）	51.47	0.00	45.91	2016.12~2020.12
4	汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段项目	207.92	25.54	126.30	2015.12~2019.12
5	潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目	152.21	10.69	92.00	2015.12~2020.12
6	梅大高速公路梅州东环支线项目	19.97	1.09	15.08	2016.12~2020.12
合计		510.66	81.18	367.99	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，公司共有 1 个拟建高速公路项目，为二广高速公路连山至贺州支线（粤境内），概算总投资为 11.98 亿元，计划于 2017 年开工，2020 年末全部完工。

综合来看，公司未来仍然面临较大的资本支出压力，但随着相关在建项目的完工，广东省路网效应的进一步完善，公司通行费收入将有望保持增长。

公司为广东省高速公路建设、运营主体之一，在省内高速公路行业仍具有重要地位；股东广东省交通集团在省内高速公路行业具有显著的区域专营优势，继续为公司在资本金及路产注入方面提供有力支持

公司股东广东省交通集团是广东省内高速公路建设和运营的龙头企业，承担了广东省内绝大部分省际、城际高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，广东省交通集团全程参与由广东省委、省政府和交通厅制定的整体道路建设规划方案，在确定由广东省交通集团承接项目建设后，负责指定下属一级子公司成立相应项目公司，具体负责实施投资建设和通车后的经营管理运作。

广东省交通集团公路投资经营管理业务板块共有 5 家子公司，各子公司运营路产范围均有所区分，路产竞争程度较低。此外，广东省交通集团下属子公司投资项目大多由广东省交通集团下达，因而各子

公司之间竞争很小。

广东省交通集团设立的财务结算中心是整个集团的融资和现金管理机构，统一归口负责全集团资金的筹集、使用、分配、管理和监督，使整个集团资源共享。广东省交通集团主要通过发行中期票据、企业债券等方式获取资金并转贷给公司。2016年，公司获得广东交通集团资本金投资 37.22 亿元，其中，公司本部收到财政专项资金 33.76 亿元，汕湛高速惠州至清远段项目 2.67 亿元，潮汕环线高速公路（含潮汕连接线）项目 0.62 亿元，资本金计入资本公积科目。此外，2017年，股东广东省交通集团将长大公司持有的广佛肇高速 75%股权和宁华公司 15%股权及发展公司所持有的云梧公司 46%股权无偿划转给公司，一定程度上提升了公司的行业地位。

总体来看，公司为广东省高速公路建设、运营主体之一，在省内高速公路行业具有重要地位；股东广东省交通集团在省内高速公路行业具有显著的区域专营优势，2016年以来，继续为公司提供资本金及路产注入等方面的支持。

公司治理与管理

2013年以前，公司为广东省交通集团全资子公司。2013年，根据粤国资函【2013】1193号，恒旭基金以货币出资形式增加公司注册资本 18.204 亿元，公司注册资本变为 93.20 亿元。2014年，根据《广东省路桥建设发展有限公司 2014 年第三次股东会决议》，恒旭基金将其持有的 19.53%的股权转让给广东省交通集团，转让后广东路桥再次成为广东省交通集团的全资子公司。根据广东省交通集团与广东粤财投资控股有限公司相关协议，广东粤财控股以货币出资 29.43 亿元获得公司 10.76%股份，广东省交通集团占注册资本 89.24%。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 84.04 亿元。

公司产权结构清晰，拥有较为完善的组织结构和财务管理体系。公司营业收入主要来源于高速公路车辆通行费收入，2016年以来公司营业收入和利润保持增长。广东省交通集团对公司控制力度很强，在项目资本金方面提供一定的支持，公司整体抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了 2016 年及 2017 年 1~3 月财务报表。广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 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 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2016 年末，随着在建和运营项目的增多，公司资产规模继续增加，仍以非流动资产为主；公司受限资产规模仍较大，未来融资空间受到一定制约

2016 年末，随着汕湛高速揭博项目、汕湛高速公路惠州至清远段项目、二广高速粤境连州至怀集段、兴宁至汕尾高速兴宁至五华段（含畚江支线）等高速建设项目的持续投入，公司资产规模继续增加，截至 2016 年末，公司资产总额为 839.02 亿元，同比增长 8.35%，其中仍以非流动资产为主，非流动资产占比为 90.93%。

公司流动资产以货币资金和预付款项为主。2016 年末，公司货币资金为 57.41 亿元，同比增长 61.90%，以银行存款为主，主要是由于公司随着在建项目的投入，项目贷款发放增加所致；同期，预付款项为 12.94 亿元，同比减少 2.12 亿元，主要由于公司结算预付工程款项导致，账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年），占比达到 84.18%。

表 6 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	45.37	5.41	57.41	6.84	35.46	4.58	53.11	7.38
预付款项	18.41	2.20	12.94	1.54	15.06	1.94	28.69	3.99
流动资产合计	71.20	8.49	76.10	9.07	58.04	7.50	89.93	12.49
长期股权投资	21.54	2.57	22.81	2.72	25.83	3.34	27.87	3.87
固定资产	505.21	60.26	510.11	60.80	395.21	51.04	354.35	49.22
在建工程	212.54	25.35	201.44	24.01	265.45	34.28	220.88	30.68
非流动资产合计	767.15	91.51	762.92	90.93	716.32	92.50	629.94	87.51
资产合计	838.35	100.00	839.02	100.00	774.36	100.00	719.88	100.00

公司非流动资产以长期股权投资、固定资产和在建工程为主，其中以公路路产为主的固定资产占比最大。公司长期股权投资为对联营企业的投资，主要包括对广东博大高速公路有限公司（49%）及肇庆粤肇公路有限公司（25%）的投资，2016 年末，公司长期股权投资为 22.81 亿元。截至 2016 年末，固定资产同比增加 114.90 亿元，主要由于公司运营二广高速粤境连州至怀集段和汕揭高速汕头段试运营结束转入固定资产所致，同时导致公司 2016 年末在建工程规模同比减少 64.01 亿元。

公司以高速公路收费权作质押进行借款，截至 2017 年 3 月末，公司将部分高速公路收费权作质押向银行借款，受质押路产账面净值达到 387.13 亿元，约占总资产的 46.18%，占净资产的 141.47%。公司受限资产规模仍较大，未来融资空间受到一定制约。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总计 838.35 亿元，较 2016 年末保持稳定。其中，非流动资产为 767.15 亿元，占比仍较高，且仍以固定

资产和在建工程为主。

综合来看，2016年以来公司资产规模继续增加，并仍以非流动资产为主。未来随着在建项目的不断投入，公司的资产规模将进一步增大。

资本结构

2016年以来，公司负债增速放缓，资产负债率继续下降；有息负债占比仍很高

2016年以来，公司对高速公路的投资仍主要依赖债务融资，随着在建工程的继续投入，公司负债总额小幅增长，截至2016年末，公司负债规模为569.10亿元，同比增长4.74%，增速放缓，仍以非流动负债为主。2016年末，公司资产负债率为67.83%，同比下降2.34个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016年末，公司短期借款为5.45亿元，全部为信用借款，同比大幅下降，主要因为公司偿还保证借款及大部分信用借款。公司其他应付款为19.65亿元，同比增加2.16亿元，主要为应付工程质量保证金及集团控股关联方往来款。一年内到期的非流动负债为16.95亿元，同比增长64.72%，主要由于增加交通厅转贷国债5.40亿元所致。

表7 2014~2016年末以及2017年3月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年3月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	564.70	100.00	569.10	100.00	543.34	100.00	509.39	100.00
短期借款	3.45	0.61	5.45	0.96	24.46	4.50	15.41	3.03
其他应付款	20.41	3.61	19.65	3.45	17.49	3.22	56.25	11.04
一年内到期的非流动负债	15.88	2.81	16.95	2.98	10.29	1.89	24.57	4.82
流动负债合计	52.34	9.27	57.11	10.04	63.52	11.69	117.08	22.98
长期借款	397.31	70.36	397.90	69.92	409.16	75.30	341.68	67.08
应付债券	80.00	14.17	80.00	14.06	30.00	5.52	10.40	2.04
长期应付款	21.47	3.80	21.34	3.75	28.22	5.19	29.10	5.71
非流动负债合计	512.36	90.73	511.99	89.96	479.82	88.31	392.31	77.02
有息负债合计	518.11	91.75	521.63	91.66	502.12	92.41	420.77	82.60
资产负债率	67.36		67.83		70.17		70.76	

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2016年末，公司长期借款账面余额397.91亿元，同比下降2.75%，其中质押借款账面余额为375.22亿元，质押物为高速公路相关收费权。截至2016年末，公司新增公司债券50亿元，是公司于2016年发行的两期公司债（“16粤路桥01”和“16粤路桥02”）。同期，公司长期应付款

为 21.34 亿元，同比减少 6.88 亿元，主要由于公司偿还广东省交通集团项目企业债券本金所致。

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额为 564.70 亿元，较 2016 年末小幅下降，仍以非流动负债为主。有息负债规模为 518.11 亿元，仍以长期有息负债为主，5 年以上有息债务占比为 79.20%。

表 8 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	19.33	22.30	25.88	21.25	18.99	410.36	518.11
占比	3.73	4.30	5.00	4.10	3.67	79.20	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年末，公司所有者权益为 269.92 亿元，同比增加 38.90 亿元，主要由于资本公积大幅增长所致。资本公积同比增加 37.22 亿元，主要为公司收到财政专项资金 33.76 亿元，此外，下属子公司共收到少数股东投资资本金 0.10 亿元及地方政府资本金 3.46 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 273.65 亿元，较 2016 年末增加 3.73 亿元。

2016 年末，公司流动比率和速动比率均为 1.33 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度持续增强。同期，公司长期资产适合率为 102.49%，公司资产与负债结构基本匹配。2017 年 3 月末，公司流动比率和速动比率均为 1.36 倍，长期资产适合率为 102.46%，整体保持稳定。

截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.32 亿元，担保比率为 0.12%，担保对象为广东利通置业投资有限公司（以下简称“利通置业”），该公司是广东省交通集团的子公司，主要经营房地产开发业务，担保到期时间为 2022 年 6 月 20 日；2016 年末，利通置业负债规模为 10.11 亿元，资产负债率为 59.61%，全年营业收入为 1.98 亿元，同比下降 1.49%。

综合来看，2016 年以来，公司负债总额有所增长，增速放缓，资产负债率继续下降；有息负债规模继续扩大，在总负债中占比仍很高，未来随着在建项目的继续投入，预计负债规模仍将继续增加。

盈利能力

2016 年以来，受益于运营路段通行费收入的增长，公司营业收入大幅增长，财务费用规模仍较大，削弱了公司的盈利能力

2016 年，随着区域经济的持续发展，公司运营路段培育成熟以及新路段由试运营转为正式通车，公司实现通行费收入 48.61 亿元，较 2015 年增加 7.21 亿元，同比大幅增长 17.41%。同期，公司毛利率为 53.21%，同比上升 1.64 个百分点。

公司期间费用为管理费用和财务费用，2016 年公司期间费用同比增长 6.94%，主要原因是随着公司路产的正式运营转固，费用化利息增

加，2016年，公司财务费用化的利息支出为15.86亿元，同比增长5.77%，列入资本化的利息支出为9.09亿元，较大规模的财务费用削弱了公司的盈利能力。同期，按照权益法核算，公司对广东博大高速公路有限公司的长期股权投资减少3.22亿元（持股比例为49%），导致公司投资收益大幅下降。

2016年，公司通行费收入大幅增长带动公司利润总额同比增加2.93亿元。实现净利润2.26亿元，总资产报酬率和净资产收益率分别同比上升0.28和0.77个百分点，公司盈利能力有所提升。

表9 2014~2016年及2017年1~3月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	14.19	49.10	42.04	40.25
毛利率	53.28	53.21	51.57	47.56
管理费用	0.51	2.61	2.63	2.36
财务费用	4.40	16.15	14.92	11.42
投资收益	-0.68	-2.32	-1.35	0.63
营业利润	1.91	4.26	1.32	4.58
利润总额	1.93	4.40	1.47	4.63
净利润	0.85	2.26	0.17	2.06
EBIT	6.44	20.26	16.47	16.25
EBIT利息保障倍数（倍）	1.15	0.81	0.62	0.82
总资产报酬率	0.77	2.41	2.13	2.26
净资产收益率	0.31	0.84	0.07	0.98

2017年1~3月，受益于二广高速公路粤境连州至怀集段正式通车，公司实现营业收入14.19亿元，同比增长14.90%，同期，新路段正式通车开始计提折旧费用，使得毛利率同比下降3.9个百分点，但仍维持在较高水平。

综合来看，2016年以来，公司营业收入仍主要来源于通行费收入，公司运营各条路段通行费稳定增长，营业收入大幅增加，财务费用规模仍较大，削弱了公司的盈利能力。

现金流

2016年，公司经营性净现金流获取能力进一步增强，对债务及利息保障能力提升

公司营业收入主要来源于通行费收入，由于通行费收入及时收回现金，应收账款较少，且营业成本中占比很大的固定资产折旧费用为非付现支出，公司现金流获取能力较强，2016年受益于通行费收入的大幅增长，经营性净现金流为36.17亿元，同比增长19.61%，经营性现金流获取能力进一步增强。

同期，公司投资性现金流表现为净流出状态，并且由于2016年公

司没有较大规模的新项目投入，因此投资性现金流净流出规模同比继续收缩。2016年，公司筹资性现金流主要来源于银行借款及发行债务融资工具，筹资性净现金流为32.10亿元，较2015年保持稳定。2016年，公司经营性净现金流利息保障倍数为1.45倍，经营性净现金流/总负债为6.50%，经营性净现金流/流动负债为59.98%，公司经营性净现金流对利息及债务的保障能力提升。

2017年1~3月，公司经营性净现金流为10.66亿元，对利息保障程度维持较好水平。投资性现金流和筹资性现金流均为净流出状态。

表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流	10.66	36.17	30.24	26.67
投资性净现金流	-17.20	-46.49	-82.98	-125.62
筹资性净现金流	-5.50	32.10	35.09	102.59
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.90	1.45	1.15	1.34
经营性净现金流/流动负债（%）	19.48	59.98	33.48	34.19
经营性净现金流/总负债（%）	1.88	6.50	5.74	6.65
EBITDA	-	35.21	30.29	29.01
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.41	1.15	1.46

综合来看，2016年，受益于通行费收入的大幅增长，公司经营性现金流获取能力进一步增强，对债务及利息保障能力提升。

偿债能力

2016年末，公司资产仍以运营路产等非流动资产为主，且路产盈利很强。在建工程的继续投入，使得公司负债规模继续增加，但增速有所放缓，负债结构以非流动负债为主，有息负债偿还债务期限集中在5年以上，资产负债率同比下降2.34个百分点。同时流动资产对流动负债的保障能力持续上升。受益于运营路段通行费收入的增长，公司盈利能力有所提升。公司经营性净现金流获取能力进一步增强，对债务及利息保障能力提升。此外，股东广东省交通集团及广东省政府能给予必要的外部资金支持，一定程度上增加了公司的偿债能力。截至2017年3月末，公司共获得银行授信额度903.53亿元，授信额度规模扩张，已使用额度445.20亿元，尚未使用授信额度为458.34亿元，公司融资渠道畅通。综合来看，公司对债务的保障能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告，截至2017年4月20日，公司本部无不良贷款记录。截至本报告出具日，公司于2014年5月12日在债券市场发行10亿元10（7+3）年期中期票据（“14粤路桥MTN001”）、于2015年5月21日发行20亿元15年期企业债（“15

粤路桥债/15 粤路桥”)均已按期支付利息;公司于 2016 年 7 月 12 日发行的 30 亿元 15 年期公司债(“16 粤桥 01”)、于 2016 年 9 月 23 日发行的 20 亿元 15 年期公司债(“16 粤桥 02”)均未到付息日。

担保分析

广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用

广东省交通集团为国有独资有限责任公司,继续承担广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设任务,现有资产规模居广东省省属国有企业首位。截至 2016 年末,广东省交通集团注册资本 268 亿元,纳入合并报表范围的二级子公司共 19 家。截至 2016 年末,由广东省交通集团经营管理的高速公路(含参股项目)收费里程共约 5,244 公里,约占广东省高速公路通车里程的 68.35%。

广东省交通集团的营业收入仍主要来自车辆通行费收入、物流与销售商品和道路运输等业务。车辆通行费收入在营业收入中仍维持在较高比例,毛利率一直维持在较高水平。

2017 年 3 月末,广东省交通集团资产总额为 3,625.97 亿元,净资产为 1,014.85 亿元,资产负债率为 72.01%。2016 年及 2017 年 1~3 月,广东省交通集团分别实现营业收入 432.73 亿元和 104.69 亿元,利润总额 72.57 亿元和 16.44 亿元。

广东省交通集团仍是广东省交通领域的投资、融资和经营管理平台,同工商银行、中国银行、农业银行、建设银行等四大国有商业银行以及国家开发银行、交通银行等十多家银行保持良好的合作关系,具有良好的融资能力。

综合来看,广东省交通集团资本雄厚,业务规模领先,具有极强的偿债能力。由其为广东路桥发行的“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

结论

2016 年以来,广东省经济的持续较快发展继续为高速公路行业提供良好的外部环境;公司是广东省交通集团子公司中高速公路建设与经营管理的主要业主之一,在省内高速公路行业具有重要地位,继续得到股东广东省交通集团在建设资金及路产注入等方面的有力支持;二广高速全线通车、公司控股二广高速粤境连州至怀集段的正式运营以及广佛肇高速的无偿划入对公司未来通行费收入的拉动作用将逐步体现;公司经营性净现金流获取能力进一步增强,对债务及利息保障能力提升;同时公司在建高速公路投资额度较大,未来仍存在较大的

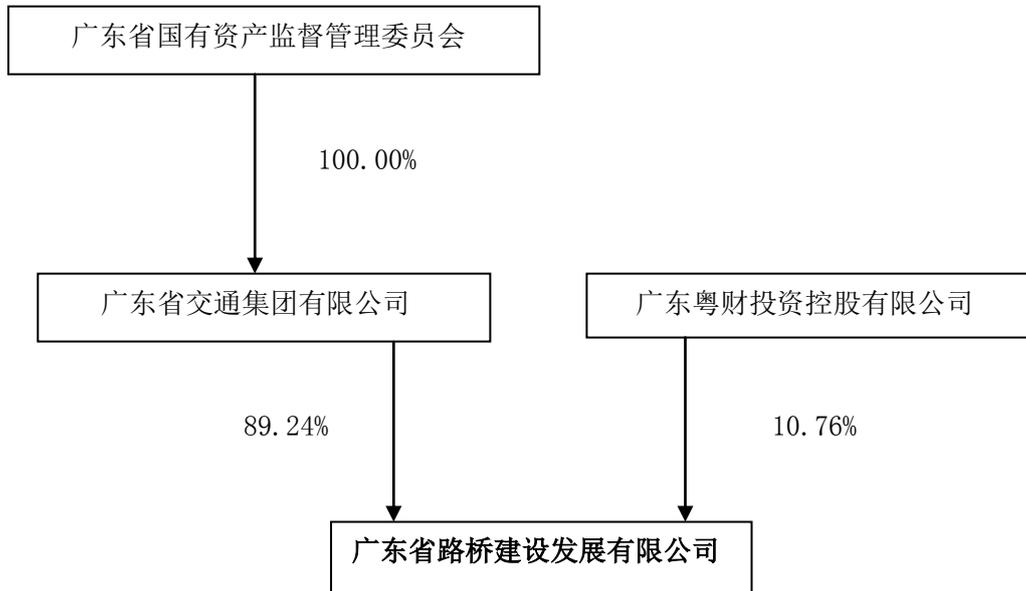


资本支出压力；有息负债在总负债中占比仍很高；财务费用规模仍较大，削弱了公司盈利能力。广东省交通集团为广东路桥“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。预计未来 1~2 年，公司经营路产盈利能力仍保持较好水平。

综合分析，大公对公司“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级调整为 AAA，评级展望维持稳定。

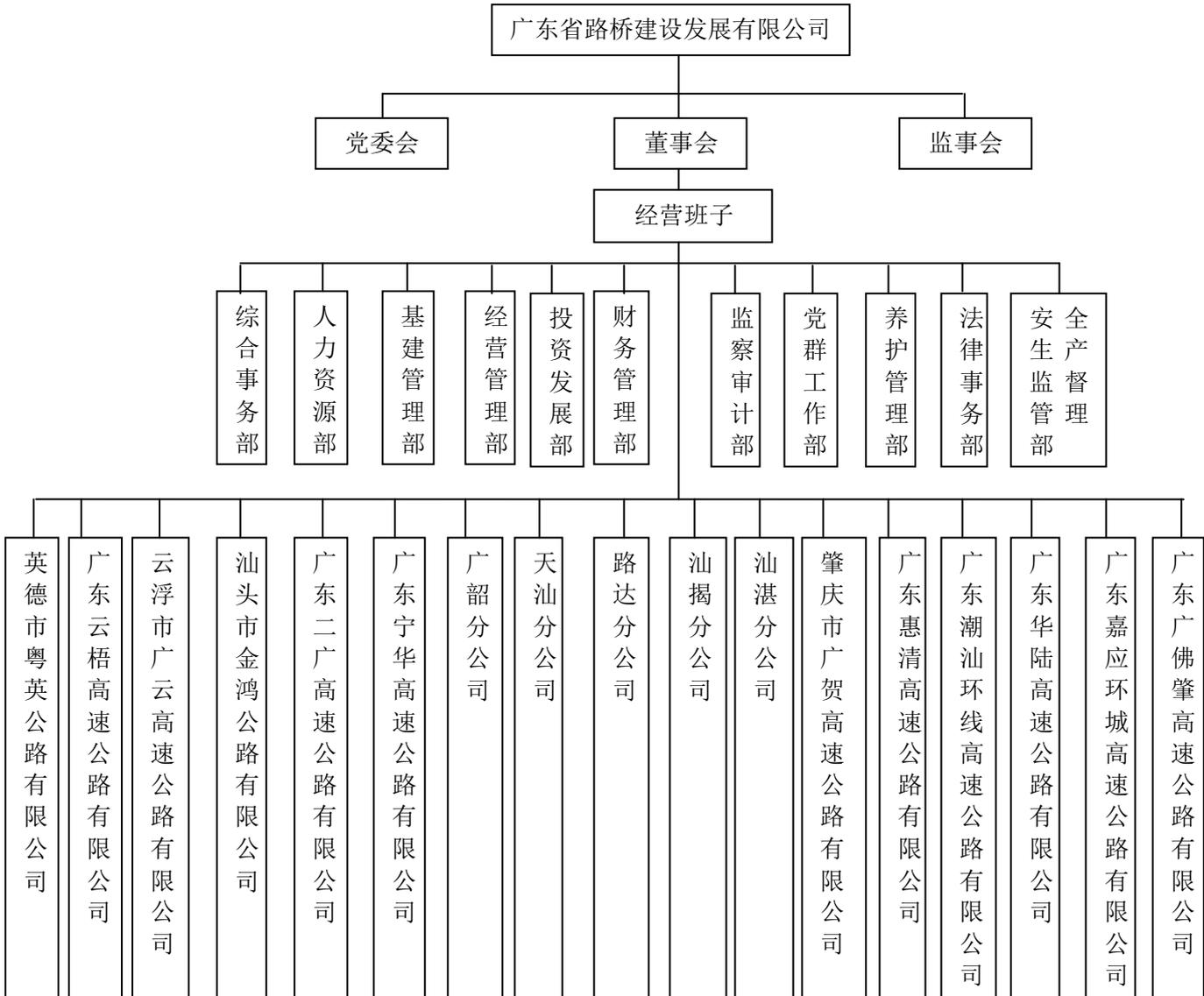


附件1 截至2017年3月末广东省路桥建设发展有限公司股权结构图





附件2 截至2017年3月末广东省路桥建设发展有限公司组织结构图





附件 3 广东省路桥建设发展有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	453,702	574,087	354,570	531,143
预付款项	184,100	129,408	150,576	286,934
流动资产合计	711,988	760,979	580,382	899,349
可供出售金融资产	213,453	213,453	221,506	212,192
长期股权投资	215,396	228,051	258,272	278,741
固定资产	5,052,051	5,101,086	3,952,071	3,543,500
在建工程	2,125,417	2,014,376	2,654,518	2,208,772
非流动资产合计	7,671,515	7,629,174	7,163,188	6,299,445
总资产	8,383,503	8,390,153	7,743,570	7,198,793
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.41	6.84	4.58	7.38
流动资产合计	8.49	9.07	7.50	12.49
长期股权投资	2.57	2.72	3.34	3.87
固定资产	60.26	60.80	51.04	49.22
在建工程	25.35	24.01	34.28	30.68
非流动资产合计	91.51	90.93	92.50	87.51
负债类				
短期借款	34,500	54,500	244,600	154,100
其他应付款	204,062	196,529	174,862	562,519
一年内到期的非流动负债	158,798	169,456	102,878	245,725
流动负债合计	523,405	571,114	635,171	1,170,773
长期借款	3,973,060	3,978,995	4,091,552	3,416,808
应付债券	800,000	800,000	104,039	104,039
长期应付款	214,743	213,357	282,238	291,041
非流动负债合计	5,123,576	5,119,853	4,798,242	3,923,126
负债合计	5,646,980	5,690,967	5,433,412	5,093,899
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.61	0.96	4.50	3.03
其他应付款	3.61	3.45	3.22	11.04
流动负债合计	9.27	10.04	11.69	22.98
长期借款	70.36	69.92	75.30	67.08
应付债券	14.17	14.06	1.91	2.04
长期应付款	3.80	3.75	5.19	5.71
非流动负债合计	90.73	89.96	88.31	77.02

附件 3 广东省路桥建设发展有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
权益类				
实收资本（股本）	840,430	840,430	840,430	840,430
资本公积	1,458,546	1,432,746	1,060,528	871,719
盈余公积	51,273	51,273	48,533	46,320
未分配利润	49,944	36,681	16,252	22,515
所有者权益合计	2,736,523	2,699,186	2,310,158	2,104,894
归属于母公司所有者权益合计	2,434,838	2,395,775	2,006,427	1,814,653
损益类				
营业收入	141,850	490,996	420,415	402,512
营业成本	66,279	229,747	203,615	211,094
管理费用	5,091	26,138	26,307	23,556
财务费用	44,005	161,515	149,175	114,181
投资收益	-6,845	-23,183	-13,518	6,302
营业利润	19,129	42,566	13,229	45,795
利润总额	19,341	43,981	14,718	46,283
净利润	8,542	22,596	1,705	20,625
占营业收入比（%）				
营业成本	46.72	46.79	48.43	52.44
管理费用	3.59	5.32	6.26	5.85
财务费用	31.02	32.90	35.48	28.37
营业利润	13.49	8.67	3.15	11.38
利润总额	13.63	8.96	3.50	11.50
净利润	6.02	4.60	0.41	5.12
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	106,605	361,736	302,360	266,671
投资活动产生的现金流量净额	-171,996	-464,916	-829,809	-1,256,210
筹资活动产生的现金流量净额	-54,994	321,028	350,877	1,025,872
财务指标				
EBIT	64,424	202,592	164,674	162,510
EBITDA	-	352,133	302,885	290,126
总有息负债	5,181,101	5,216,308	5,021,268	4,211,713
毛利率（%）	53.28	53.21	51.57	47.56
营业利润率（%）	13.49	8.67	3.15	11.38
总资产报酬率（%）	0.77	2.41	2.13	2.26
净资产收益率（%）	0.31	0.84	0.07	0.98

附件 3 广东省路桥建设发展有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产负债率 (%)	67.36	67.83	70.17	70.76
债务资本比率 (%)	65.44	65.90	68.49	66.86
长期资产适合率 (%)	102.46	102.49	99.24	95.69
流动比率 (倍)	1.36	1.33	0.91	0.77
速动比率 (倍)	1.36	1.33	0.91	0.77
保守速动比率 (倍)	0.87	1.01	0.56	0.45
应收账款周转天数 (天)	7.60	4.51	5.61	5.97
经营性净现金流/流动负债 (%)	19.48	59.98	33.48	34.19
经营性净现金流/总负债 (%)	1.88	6.50	5.74	6.65
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.90	1.45	1.15	1.34
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.15	0.81	0.62	0.82
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.41	1.15	1.46
现金比率 (%)	86.68	100.52	55.82	45.37
现金回笼率 (%)	94.71	102.07	100.33	101.15
担保比率 (%)	0.12	0.13	0.22	2.06

附件 4 广东省交通集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	2,449,572	2,587,525	1,686,018	1,976,611
其他应收款	336,947	297,985	281,357	309,324
预付账款	396,585	345,008	335,596	500,533
存货	442,028	396,156	554,536	549,394
流动资产合计	3,913,827	3,875,513	3,008,838	3,477,849
可供出售金融资产	352,242	347,575	371,345	401,387
长期股权投资	623,776	619,133	593,466	575,832
固定资产	19,501,616	19,764,171	13,939,984	12,112,307
在建工程	8,146,517	7,861,793	11,780,684	10,500,244
无形资产	2,974,741	2,773,447	2,077,941	1,020,304
非流动资产合计	32,345,843	32,104,736	29,462,959	25,224,160
总资产	36,259,670	35,980,249	32,471,797	28,702,009
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.76	7.19	5.19	6.89
流动资产合计	10.79	10.77	9.27	12.12
固定资产	53.78	54.93	42.93	42.20
在建工程	22.47	21.85	36.28	36.58
无形资产	8.20	7.71	6.40	3.55
非流动资产合计	89.21	89.23	90.73	87.88
负债类				
短期借款	47,829	24,829	87,190	574,670
应付账款	1,422,365	1,532,562	1,193,686	798,391
其他应付款	849,426	839,460	798,815	722,776
一年内到期的非流动负债	644,934	669,491	730,357	912,546
流动负债合计	3,779,827	3,858,795	3,580,533	3,640,556
长期借款	19,052,956	18,773,172	17,629,777	14,800,757
应付债券	2,827,443	2,827,417	2,127,307	1,799,700
非流动负债合计	22,331,321	22,029,688	20,169,232	16,996,541
负债合计	26,111,148	25,888,483	23,749,765	20,637,097

附件 4 广东省交通集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.18	0.10	0.37	2.78
应付账款	5.45	5.92	5.03	3.87
其他应付款	3.25	3.24	3.36	3.50
一年内到期的非流动负债	2.47	2.59	3.08	4.42
流动负债合计	14.48	14.91	15.08	17.64
长期借款	72.97	72.52	74.23	71.72
应付债券	10.83	10.92	8.96	8.72
非流动负债合计	85.52	85.09	84.92	82.36
权益类				
少数股东权益	2,622,658	2,597,771	2,062,409	2,023,333
实收资本（股本）	2,680,000	2,680,000	2,680,000	2,680,000
资本公积	3,277,307	3,252,707	2,693,198	2,259,147
盈余公积	194,322	194,322	176,692	164,233
未分配利润	1,269,291	1,264,165	1,004,359	812,194
归属于母公司所有者权益	7,525,864	7,493,995	6,659,623	6,041,580
所有者权益合计	10,148,522	10,091,766	8,722,032	8,064,912
损益类				
营业收入	1,046,903	4,327,330	4,131,240	3,703,498
营业成本	668,519	2,753,760	2,622,287	2,439,428
管理费用	62,472	314,059	296,575	261,869
财务费用	173,808	620,278	609,217	522,275
投资收益	24,988	115,690	92,544	71,362
营业利润	159,713	699,693	557,480	399,782
利润总额	164,399	725,663	577,782	412,468
净利润	100,867	505,124	375,760	247,154
归属于母公司所有者的净利润	54,688	305,822	210,705	87,307
占营业收入比 (%)				
营业成本	63.86	63.64	63.47	65.87
管理费用	5.97	7.26	7.18	7.07
财务费用	16.60	14.33	14.75	14.10
营业利润	15.26	16.17	13.49	10.79
利润总额	15.70	16.77	13.99	11.14
净利润	9.63	11.67	9.10	6.67

附件 4 广东省交通集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	318,852	1,663,390	1,603,690	1,574,322
投资活动产生的现金流量净额	-487,041	-2,258,232	-3,636,595	-4,563,313
筹资活动产生的现金流量净额	30,877	1,519,453	1,593,167	3,476,320
财务指标				
EBIT	164,399	1,321,103	1,097,889	932,575
EBITDA	164,399	2,186,059	1,809,158	1,577,304
总有息负债	23,581,056	22,435,565	20,606,533	18,197,417
毛利率 (%)	36.14	36.36	36.53	34.13
营业利润率 (%)	15.26	16.17	13.49	10.79
总资产报酬率 (%)	0.45	3.67	3.38	3.25
净资产收益率 (%)	0.99	5.01	4.31	3.06
资产负债率 (%)	72.01	71.95	73.14	71.90
债务资本比率 (%)	69.91	68.97	70.26	69.29
长期资产适合率 (%)	100.41	100.05	98.06	99.35
流动比率 (倍)	1.04	1.00	0.84	0.96
速动比率 (倍)	0.92	0.90	0.69	0.80
保守速动比率 (倍)	0.65	0.67	0.47	0.54
存货周转天数 (天)	56.42	62.14	75.78	72.00
应收账款周转天数 (天)	11.89	10.19	10.36	10.46
经营性净现金流/流动负债 (%)	8.35	44.72	44.42	47.60
经营性净现金流/总负债 (%)	1.23	6.70	7.23	8.59
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.70	1.71	1.68
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.35	1.17	0.99
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.24	1.93	1.68
现金比率 (%)	64.81	67.06	47.09	54.29
现金回笼率 (%)	96.53	96.32	97.99	100.95
担保比率 (%)	-	16.45	14.01	15.15

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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：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：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：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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：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：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：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。