

2019 年广东省公路建设有限公司

公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010135】

评级对象: 2019 年广东省公路建设有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA (增级后)

评级时间: 2019 年 2 月 2 日

计划发行: 不超过 20 亿元

本期发行: 不超过 20 亿元

存续期限: 15 年

增级安排: 广东省交通集团提供无条件不可撤销的连带责任保证

发行目的: 补充流动资金, 项目投资

偿还方式: 每年付息, 到期还本

主要财务数据及指标

评级观点

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	27.17	49.85	37.69	26.93
刚性债务	226.93	256.42	273.70	275.92
所有者权益	140.51	189.24	196.96	205.20
经营性现金净流入量	6.69	8.39	10.81	6.09
合并数据及指标:				
总资产	684.87	725.27	755.89	779.15
总负债	486.74	522.24	554.26	573.23
刚性债务	439.88	486.26	507.01	540.17
所有者权益	198.12	203.04	201.63	205.92
营业收入	62.06	59.77	60.54	30.78
净利润	9.18	24.12	15.49	8.47
经营性现金净流入量	42.17	42.93	44.60	22.70
EBITDA	47.53	64.19	57.75	—
资产负债率[%]	71.07	72.01	73.32	73.57
长短期债务比[%]	756.93	832.91	779.47	946.32
权益资本与刚性债务比率[%]	45.04	41.75	39.77	38.12
流动比率[%]	79.50	108.35	98.40	136.04
现金比率[%]	71.95	101.49	80.16	116.97
利息保障倍数[倍]	1.36	2.15	1.78	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.17	3.06	2.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.12	—
担保人数据 (合并口径):				
所有者权益合计	872.20	1009.18	1085.41	1109.02
权益资本与刚性债务余额比率[%]	41.87	44.74	46.95	44.46
担保比率[%]	14.13	16.45	15.29	14.96

注: 发行人数据根据粤路建经审计的 2015-2017 年财务数据及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算; 担保人数据根据广东省交通集团经审计的 2015-2017 年财务数据及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com

王树玲 wangsl@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

主要优势:

- **外部环境良好。**广东省为我国综合交通枢纽和全球性物流枢纽之一, 广东省经济良好的发展态势为广东省收费公路企业发展提供了较好的支撑, 粤路建业务发展具备良好的外部环境。
- **核心路产质量优良, 资金回笼能力强。**粤路建控股路产均为经营性高速公路, 且主要布局于广东省珠江三角洲, 路段区位优势明显, 其中广深高速为国家高速路网核心路段, 路产质量优良, 可为公司提供稳定收入来源; 公司通行费业务资金回笼能力强, 经营环节资金持续较大规模净流入, 为即期债务偿付提供保障。
- **政府及股东支持力度大。**粤路建作为广东省内高速公路投建及运营的重要主体之一, 在广东省收费公路行业中处于重要地位, 公司能持续得到政府和股东广东省交通集团在项目资本金和融资资金筹措等方面的有力支持。
- **外部融资渠道较通畅。**粤路建通过发行债券和银行借款等方式获得借款, 融资渠道较为畅通, 银行授信规模较大, 可为债务偿付提供一定保障。
- **广东省交通集团提供担保。**本期债券由广东省交通集团提供无条件不可撤销的连带责任保证, 可进一步增强本期债券偿付的安全性。

主要风险:

- **主业经营对核心路产依赖程度高, 新通车路产产能释放存在不确定性。**粤路建路产收费对核心路产依赖程度高, 新通车、在建及拟建的部分路产主要为非主干线路段, 投运后培育期较长, 路产产能释放存在不确定性。同时, 项目建成后利息停止资本化, 财务费用将维持较高水平, 或将进一步对利润产生侵蚀。

- **负债经营程度高及资本支出压力。**由于高速公路建设累积较大规模债务，粤路建资产负债率处于较高水平，目前公司高速公路项目资金需求仍较大，面临一定资本支出压力。此外，公司路产收费权及相关资产被抵质押规模较大，或将影响公司未来筹融资空间。
- **竞争分流影响。**广东省以高速铁路为骨干的铁路网络基本形成，珠三角城际铁路网络的不断完善或将对粤路建控股路段产生一定竞争分流影响。

➤ 未来展望

通过对粤路建及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；广东省交通集团为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证，本评级机构认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2019 年广东省公路建设有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

广东省公路建设有限公司(简称“粤路建”、“该公司”或“公司”)成立于 1987 年,是由广东省交通厅投资组建的全民所有制企业。根据广东省经济贸易委员会和广东省财政厅《关于将广东省交通开发公司等企业划拨给广东省交通集团公司的通知》(粤经贸[2000]551 号),广东省交通厅于 2000 年将投资的下属企业划拨给广东省交通集团有限公司(简称“广东省交通集团”),并由广东省交通集团代表广东省交通厅对国有资本进行持股,公司成为广东省交通集团的全资子公司,2003 年企业类型变更为国有独资有限责任公司,2007-2011 年,经广东省交通集团多次增资,公司注册资本增至 72.00 亿元。2014 年,广东粤财投资控股有限公司(简称“广东粤财”)对公司注资 17.90 亿元(其中注册资本增加 6.33 亿元,资本公积增加 11.57 亿元),2014 年末,公司注册资本增至 78.33 亿元,其中广东省交通集团持股 91.92%,为公司控股股东,广东粤财持股 8.08%。

根据 2017 年 7 月股东决议及该公司 2017 年度审计报告,广东粤财原在 2014 年增资资金中用于江罗项目的 3.90 亿元通过减资方式收回并调整至其他项目(其中注册资本减少 1.00 亿元,资本公积减少 2.90 亿元);同时,广东省交通集团向公司增资 14.05 亿元(认缴注册资本 10.94 亿元),增资后公司注册资本增至 88.27 亿元,相关工商变更登记已于 2017 年 11 月完成。截至 2018 年 6 月末,公司实收资本为 88.27 亿元,控股股东为广东省交通集团(持有公司股权 93.96%),实际控制人为广东省人民政府。

2015 年,广东省高速公路发展股份有限公司(简称“粤高速”,000429.SZ)通过发行普通股(A 股)股票方式收购该公司所持有的广州广珠交通投资管理有限公司(简称“广珠交通”)100%股权,广珠交通持有京珠高速公路广珠段有限公司(简称“广珠东公司”)55%股权;通过支付现金的方式购买公司对广珠东公司的债权。2016 年 2 月 5 日,粤高速收到中国证券监督管理委员会《关于核准广东省高速公路发展股份有限公司向广东省高速公路有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》(证监许可[2016]230 号),资产重组方案获中国证监会批复同意。2016 年 6 月,上述资产重组中标的资产已完成过户及转移手续,广珠交通 100%股权已转让至粤高速,同时,公司收到粤高速支付的委托贷款债权现金对价 9.88 亿元,并持有粤高速 22.30%股份(公司以 4.94

元/股的除权股价获得粤高速 4.66 亿股)，成为粤高速第二大股东¹。

该公司主要从事广东省珠江三角洲地区的高速公路的投资、建设和运营。截至 2018 年 6 月末，公司控股路产收费里程共计 631.99 公里，约占 2017 年末广东省收费公路总里程 8195.6 公里的 7.71%。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司计划发行不超过 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券（简称“本期债券”）于 2017 年 3 月通过董事会决议。本期债券拟发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），债券期限为 15 年。本期债券由广东省交通集团提供无条件不可撤销的连带责任保证。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年广东省公路建设有限公司公司债券
总发行规模:	不超过 20 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 20 亿元人民币
本期债券期限:	15 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	广东省交通集团提供无条件不可撤销的连带责任保证

资料来源：粤路建

截至 2018 年末，该公司存续的债券本金共计 55.00 亿元，上述债券均按时付息。

图表 2. 公司存续期内债券概况（单位：亿元，%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日期	到期日期	本息兑付情况
15 粤路建	15.00	15 年	4.25	2015-12-11	2030-12-11	本金尚未到期，付息情况正常
13 粤路建债	20.00	15 年	5.44	2013-03-29	2028-03-29	
10 粤路建债	20.00	15 年	4.65	2010-07-16	2025-07-16	

资料来源：粤路建

(2) 募集资金用途

A. 补充流动资金

该公司控股路产营运及日常周转资金需求较大，公司拟将本期债券募集资金中的 8.00 亿元用于补充流动资金。

¹ 截至 2018 年 9 月末，粤高速前五大股东分别为广东省交通集团（持股比例为 24.55%）、粤路建（持股比例为 22.30%）、亚东复星亚联投资有限公司（持股比例为 9.68%）、西藏赢悦投资管理有限公司（持股比例为 4.84%）以及广东省高速公路有限公司（持股比例为 2.53%）。

B. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 12.00 亿元用于云浮罗定至茂名信宜（粤桂界）高速公路工程项目（简称“云茂项目”）投资。

云浮（罗定）至茂名（信宜）高速公路（简称“云茂高速”，原名“罗信高速”），是广东省高速公路网规划的“九纵线”罗阳高速公路与“十纵线”包茂国家高速公路的联络线，云茂高速贯通广东省西北部区域并与广西规划的浦北至北流（清湾）高速公路对接，东接罗阳高速公路、西接包茂高速公路，延伸终于高州市荷花镇。云茂高速是珠江三角地区通往广西新增加的一条出省通道，对进一步完善出省通道，密切泛珠三角区域合作，促进珠三角地区、粤西山区与北部湾经济区（南宁、北海、钦州、防城港四市所辖行政区域组成）联动发展以及改善粤西北山区交通条件，构筑云浮市、罗定市高速公路主干线有着重要作用。

图表 3. 云茂项目地理位置图



资料来源：《广东省云浮罗定至茂名信宜（粤桂界）高速公路工程可行性研究报告》

根据《广东省交通运输厅关于云浮罗定至茂名信宜（粤桂界）高速公路初步设计的批复》（粤交基[2016]1332 号），云茂项目主线全长 129.70 公里，采用四车道高速公路标准，计划建设期 4 年（2017-2020 年），项目概算动态总投资 155.67 亿元（含建设期贷款利息），单公里造价约 1.2 亿元。资金筹措方面，根据《广东省发展改革委关于云浮罗定至茂名信宜（粤桂界）高速公路项目核准批复》（粤发改交通函[2016]5451 号），项目投资由资本金和银行贷款构成，其中资本金比例为 40%，由省、市按 7:3 比例安排，省级资本金除省财政按总投资的 20%进行补助外，其余省级资本金由项目业主自筹²资金解决。公司 2016-2018 年收到省/市级政府对云茂项目的财政补助分别为 8.75 亿元、8.10 亿元和 4.18 亿元，截至 2018 年末，资本金到位 21.03 亿元，项目累计投资 49.03 亿元。

根据广东省交通规划设计研究院股份有限公司于 2016 年 8 月编制的《广

² 即总投资的 8%（项目资本金）由公司自筹。

东省云浮罗定至茂名信宜(粤桂界)高速公路工程可行性研究报告》数据分析，云茂高速收费培育期较长，路产质量较弱，关注路产通车后实际车流量、收费水平、路产对应债务的偿付安排及相关政府资金支持。

(3) 信用增进安排

广东省交通集团对本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步增强本期债券的债务本息到期偿付的安全性。在本期债券存续期间及到期时，如该公司不能兑付本期债券利息和/或本金，广东省交通集团应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户。担保人保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期间及债券到期之日起二年。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，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，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，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并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，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，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回

升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，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。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在

不断增长。

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。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。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并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的现金流；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。区域经济与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。2016 年作为“十三五规划”的开局年，我国公路（含公益性公路）建设当年度完成投资额为 1.80 万亿元，同比增长 8.90%；2017 年公路（含公益性公路）建设完成投资 2.12 万亿元，同比增长 18.97%，投资快速增长。截至 2017 年末我国收费高速公路累计完成投资 7.63 万亿元，较上年末增长 9.75%，增速较上年上升 0.10 个百分点，其中 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 0.68 万亿元，2017 年以来收费高速公路投资有所回升。

图表 4. 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	63431.24	14.47%	69552.17	9.65%	76335.80	9.75%
收费公路：一级公路	3554.08	4.32%	3741.22	5.27%	3703.52	-1.01%
收费公路：二级公路	1008.93	-22.25%	1004.58	-0.43%	473.60	-52.86%
收费公路：独立桥梁	1287.53	14.82%	1353.43	5.12%	1602.40	18.40%
收费公路：独立隧道	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%	228.63	10.93%
收费公路年度总投资	69488.49	13.08%	75857.52	9.17%	82343.94	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	117021.90	9.63%	124507.60	6.40%	132637.50	6.53%
收费公路：一级公路	23376.60	-0.17%	23512.80	0.58%	20666.60	-12.10%
收费公路：二级公路	22867.30	-27.70%	21949.00	-4.02%	9549.70	-56.49%
收费公路：独立桥梁	1007.20	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	164434.10	1.14%	171092.20	4.05%	163736.60	-4.30%

资料来源：Wind 资讯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 49867.38 亿元，其中年末银行贷款余额 43409.83 亿元，单公里债务余额达 3759.67 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 5. 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	19671.36	21152.38	23230.55
收费高速公路财政性资本金	10733.29	11524.45	13132.04
收费高速公路非财政性资本金	8938.07	9627.94	10098.51
收费高速公路投资银行贷款	40723.05	44833.43	49091.03
收费高速公路年末债务余额	41460.06	45634.98	49867.38
收费高速公路年末银行贷款余额	35389.45	39365.54	43409.83
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 资讯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，2013-2017 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-617.57 亿元、-1359.63 亿元、-2942.35 亿元、-3821.66 亿元和-3770.99 亿元，入不敷出的局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将保持高位。

图表 6. 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	3724.75	4181.32	4752.75
收费高速公路支出项	6667.10	8002.97	8523.75
其中：还本付息支出	5298.55	6570.07	6976.22
--偿还债务本金	3182.62	4381.67	4603.73
--偿还债务利息	2115.92	2188.40	2372.49
收费高速公路收支平衡结果	-2942.35	-3821.66	-3770.99
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]	11.13	10.91	10.49
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
利息支出占通行费收入比重	56.81%	52.34%	49.92%
当期债务本金支出占通行费收入比重	85.45%	104.79%	96.86%
当期还本付息占通行费收入比重	142.25%	157.13%	146.78%

资料来源：根据 Wind 资讯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，具体收费方面，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由政府收费公路项目建设，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：规模及路产区位、路产效益、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）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。（5）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 7. 行业内核心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	资产	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	572	71.04	1241	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	794	30.78	388	43.28	41.44	9.45	9.23	19.34	340.87	180.60	52.98
600548.SH	深高速	546	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	332	23.45	707	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	419	13.22	315	26.88	38.05	7.49	5.72	8.34	106.35	46.08	43.33
001965.SZ	招商公路	604	29.45	488	53.41	43.72	44.12	40.19	29.79	651.70	188.09	28.86
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	300	11.38	379	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	1967	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	15	2.36	1585	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	303	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

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、新通车高速投资回报期拉长、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，甚至部分省份难以偿息。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经营和财务稳健性或产生影响。收费公路行业内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。西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，区域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。

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） 区域经济环境

广东省是我国重要的交通枢纽省区之一，也是国家重点打造的粤港澳大湾区及“一带一路”沿线国家市场的重要物流枢纽之一。近年来，广东省经济总体发展平稳，客、货运量需求不断上升，为广东省高速公路的投建和运营提供了较好保障。

广东省地处中国大陆最南部，东邻福建，北接江西、湖南，西连广西，南临南海，珠江口东西两侧分别与香港、澳门特别行政区接壤，西南部雷州半岛隔琼州海峡与海南省相望，是我国重要的交通枢纽省区之一。优越的地理位置使得广东省成为我国重要的铁路、公路、航空、水利、能源和物流等枢纽。近年来，依托资源优势及政策红利，广东省区域经济得到快速发展，目前经济体量已稳居全国各省市之首，且经济增速维持在中高速增长区间，经济抗跌性强，对全国经济增长具有明显的“稳定器”作用。2015-2017 年，广东省地区生产总值分别为 7.28 万亿元、7.95 万亿元和 8.99 万亿元，占国内生产总值的比重分别为 10.62%、10.69%和 10.87%；同期，全省地区生产总值增速分别为 8.0%、7.5%和 7.5%，分别高于全国水平 1.1 个百分点、0.8 个百分点和 0.6 个百分点。

近年来，广东省产业结构逐步转型升级，自 2015 年第三产业增加值占比首次超过第二产业以来，全省“三二一”产业结构逐年显著，第三产业成为经济增长的主要驱动力。2017 年，三次产业结构由 2015 年的 4.6:44.8:50.6 调整为 4.2:43.0:52.8，第三产业增加值对地区生产总值增长的贡献率达 52.8%。

图表 8. 广东省国民经济发展状况（单位：%）

指标	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	72812.55	8.0	79512.05	7.5	89879.23	7.5	70635.22	6.9
第一产业增加值（亿元）	3345.54	3.3	3694.37	3.1	3792.40	3.5	2614.17	4.2
第二产业增加值（亿元）	32613.54	7.0	34001.31	6.2	38598.55	6.7	29095.66	5.8
工业增加值（亿元）	30259.49	7.0	31539.56	6.3	--	7.0	--	--
第三产业增加值（亿元）	36853.47	9.5	41816.37	9.2	47488.28	8.6	38925.39	8.0
人均地区生产总值（元）	67503	7.0	72787	6.2	81089	--	--	--
社会消费品零售总额（亿元）	31517.56	10.1	34739.00	10.2	38200.07	10.0	29155.67	9.1
固定资产投资额（亿元）	30031.20	15.8	33008.86	10.0	37477.96	13.5	24456.76	10.2
房地产开发投资额（亿元）	8538.47	11.8	10307.80	20.7	12075.69	17.2	10295.15	19.9
进出口总额（亿美元）	10227.96	-5.0	9552.86	-6.6	10064.85	5.4	52041.4 亿元	5.9
城镇常住居民人均可支配收入（元）	34757	8.1	37684	8.4	40975.1	8.7	--	--

资料来源：广东省统计年鉴、统计公报及统计概要

2015 年 4 月，中国（广东）自由贸易试验区正式挂牌，自贸试验区建设有助于广东省加强与“一带一路”沿线国家和地区的经贸合作以及推进粤港澳深度融合。2017 年广东省“一带一路”沿线国家进出口额为 15032.2 亿元，同比增长 14.9%，其已成为“一带一路”建设的重要载体。此外，自 2017 年 7 月《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》签署以来，定位为世界级城市群的粤港澳大湾区建设加快推进；粤港澳大湾区将通过基础设施的互联互通，培育利益共享的产业价值链，共建金融核心圈，打造全球创新高地，引领区域开放合作模式创新与发展动能转换。随着上述战略规划的实施推进，广东省有望形成新的对外开放格局，有助于提升其开放型经济发展水平。

根据空间布局及区域功能等，广东省可划分为珠三角、粤东（亦称“东翼”）、粤西（亦称“西翼”）、粤北（亦称“山区”）四大区域。2017 年珠三角地区生产总值同比增长 7.9%，对全省地区生产总值的贡献率为 79.67%；粤东地区生产总值 19345.38 亿元，同比增长 6.7%，经济增速低于全省增速 0.8 个百分点。依靠良好的地理区位优势和政策优势，珠三角地区成为四个区域中经济发展的领先区域，且在经济新常态下率先进行结构调整和产业转型；而粤东西北地区受传统经济发展模式影响较大，经济发展活力不足，面临较大的经济下行压力。“十三五”期间，广东省将巩固提升珠三角城市群核心竞争力并强化其辐射带动作用，振兴发展粤东西北地区，增强发展整体性，着力实现区域协调发展。

图表 9. 2017 年广东省区域经济发展状况

指标	珠三角	东翼	西翼	山区
年末常住人口 (万人)	6150.54	1732.26	1605.20	1681.00
地区生产总值 (亿元)	75809.75	6431.62	7156.88	5756.88
地区生产总值增速 (%)	7.9	7.2	7.0	5.6
人均生产总值 (元)	124800	37093	44763	34334
规模以上工业增加值 (亿元)	26973.37	2617.49	2129.66	1529.67
固定资产投资总额 (亿元)	25463.54	4844.08	3597.47	3572.87
社会消费品零售总额 (亿元)	27318.18	3880.79	3724.98	3016.03
进出口总额 (亿美元)	9610.51	211.18	92.24	150.93

资料来源：广东省统计概要

广东省高速公路路网是中国华南地区最重要的交通网络系统,截至 2017 年末全省高速公路通车总里程达 8338 公里,居全国第一,全省 67 个县(市)实现“县县通高速”的目标。广东省高速公路路网规划布局方案是以“九纵五横两环”为主骨架、以加密线和联络线为补充,形成以珠江三角洲为核心、以沿海为扇面、以沿海港口(城市)为龙头向山区和内陆省区辐射的快速路网。受益于区域经济和公路交通网络的发展,广东省公路交通运输货物周转量和旅客周转量保持较大体量,2017 年广东省公路完成货物周转量 3634.89 亿吨公里,同比增长 7.5%;完成旅客周转量 1130.92 亿人公里,同比增长 4.7%;2018 年 1-10 月,广东省公路完成货物周转量 3083.32 亿吨公里,同比增长 6.6%;完成旅客周转量 944.35 亿人公里,同比下降 1.2%。

依托全国重要的交通枢纽地位,广东省公路建设有较大增长空间。“十三五”时期,广东省计划基本建成高速公路网,通车里程达 1.1 万公里,国家高速公路粤境段基本建成,省内干线全部贯通。具体表现为:加强内部联通,加快推进港珠澳大桥、深中通道、虎门二桥等珠江口过江通道以及汕湛高速等省内骨干网络建设,有序实施高速瓶颈路段改扩建,强化珠三角地区对粤东西北的辐射;完善对外通道,重点推进汕昆高速、武深高速等国家高速公路以及广佛肇等出省通道建设,实现与各陆路相邻省(区)间拥有 5 条以上高速公路通道,与港澳间拥有 6 条高速公路通道;优化路网衔接,完善地方衔接道路规划建设,逐步消除城市出入口交通瓶颈,加强高速公路与沿线重要经济开发区、产业园区、城市新区、重要城镇连接。

截至 2018 年 2 月末,广东省铁路营业里程达到 4510 公里,全省 16 个地级市已通高铁(河源、梅州、阳江、湛江、茂名市已有高铁在建);出省铁路通道增加到 12 条,其中高速铁路出省通道 5 条,已基本形成以广州、深圳枢纽为中心,连通粤东西北和辐射中南、华东、西南地区的路网格局。未来三年,广东省内广铁集团路网规划安排建设项目有 8 个,其中 2018 年拟开工的项目 5 个,包括深茂铁路深圳至江门段、汕尾至汕头铁路、龙川至梅州至龙岩铁路、丹佛联络线及广珠客运改造工程、广州站站改配套工程新建棠溪站(白云站)。根据广东省铁路网十三五规划,到 2020 年广东省铁路运营总里程将达 5500 公里,以高速铁路为骨干的铁路网络基本形成,高速铁路运营里程将达 2000 公里,实现市市通高速铁路,与各陆路相邻省(区)均有高速铁路连接,铁路出

省通道由 13 条增加到 17 条；城际铁路运营里程达 650 公里，珠三角城际铁路网覆盖珠三角九市及清远市区；城市轨道交通运营里程达 1100 公里，广州、深圳等中心城市轨道交通网基本建成。高速铁路网的不断完善或将对高速公路网产生一定竞争分流影响。

广东省内高速公路投资建设和运营主体较多，该公司主要布局于珠江三角洲地带，路产区位较好，截至 2018 年 6 月末，公司控股路产收费里程为 631.99 公里，单公里年通行费收入水平居于行业前列。

图表 10. 广东省内重要高速公路建设主体（单位：公里、万元）

名称	控股路产收费里程	单公里年通行费收入水平	布局
广东省交通集团有限公司	4823.00	570	截至 2017 年末，经营管理（参控股及代管）高速公路总里程为 6168 公里，约占 2017 年末广东省收费公路总里程 8195.6 公里的 75.26%。
--广东省高速公路有限公司	2050.95	570	截至 2018 年 3 月末，公司控股高速公路（含试通车）通车收费里程为 2050.95 公里，占广东省收费公路总里程的 25%。经营的高速公路主要位于广东省粤北、粤西和粤东地区。
--广东省路桥建设发展有限公司	1361.22	560	截至 2018 年 3 月末，公司控股高速公路路段里程为 1361.22 公里，约占广东省高速公路通车里程的 16.61%，主要控股核心路产京珠高速粤境甘塘至太和段、二广高速。
--广东省公路建设有限公司	631.99	950-1000	从事管理广东省珠江三角洲地区的高速公路，截至 2018 年 6 月末控股路产收费里程 631.99 公里，约占 2017 年末广东省收费公路总里程 8195.6 公里的 7.71%。核心路产广深高速路段质量优良，处于行业前列。
--广东省高速公路发展股份有限公司	158.12	1885	上市公司，截至 2017 年末控股高速公路里程 158.12 公里，核心路产广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段。
深圳高速公路股份有限公司	582.50	792	上市公司，深圳市重要的高速公路投资、建设、运营和管理主体，其路产分布于深圳市、广东省部分地区和其他省份，2017 年末收费里程 546 公里，2018 年 2 月收购沿江高速，2018 年 3 月末，其控股高速公路里程合计 582.5 公里，核心路产包括机荷西段、机荷东段、清连高速和水官高速。
广州交通投资集团有限公司	353.19	1150	主要负责广州市及周边地区经营性交通基础设施建设投融资和管理，截至 2018 年 3 月末共控股 8 条高速 353.19 公里，核心路产为新国际机场高速、东二环高速等。
东莞市交通投资集团有限公司	181.68	2100	东莞市最主要的路桥建设投运主体，截至 2018 年 3 月末控股的高速公路里程为 181.68 公里，核心路产为莞深高速、常虎高速和惠常高速。

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（注：单公里收费水平为 2017 年口径）

2. 业务运营

该公司是广东省经营性高速公路投建和运营的重要主体之一，能够获得政府的有力支持。公司控股核心路产质量优良，为收入和利润的主要来源；近年来，随着道路折旧、养护、专项维修支出不断增多，同时新通车路产尚处于培育期，公司业务毛利水平有所下滑。随着高速公路项目建设的持续推进，公司资金需求规模较大，未来面临一定投融资压力。

该公司是广东省高速公路主要的投融资和建设运营主体之一，其控股路产的收费里程约占 2017 年末广东省收费公路总里程 8195.6 公里的 7.71%，公司核心路产主要布局于广东省珠江三角洲。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司营业收入分别为 62.06 亿元、59.77 亿元、60.54 亿元和 30.78 亿元，其中通行费收入分别为 60.80 亿元、58.52 亿元、59.55 亿元和 30.48 亿元，占当期营

业收入的 97%以上，为公司营业收入最主要来源。由于资产重组，公司自 2016 年 6 月起不再运营京珠高速广珠段，2016 年营业收入出现下滑。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司综合毛利率分别为 56.95%、52.88%、52.71%和 56.28%。随着道路折旧、养护、专项维修支出不断增多，同时新通车路产尚处于培育期，年度间综合毛利率呈下降趋势，但盈利水平尚处于行业中上水平。

图表 11. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	62.06	100.00%	59.77	100.00%	60.54	100.00%	30.78	100.00%
通行费业务	60.80	97.97%	58.52	97.91%	59.55	98.36%	30.48	99.00%
其他	1.26	2.03%	1.25	2.09%	0.99	1.64%	0.31	1.00%
毛利率	56.95%		52.88%		52.71%		56.28%	
通行费业务	56.91%		52.92%		52.80%		56.45%	
其他	58.44%		51.31%		47.41%		39.36%	

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

（1）收费公路建设和运营业务（通行费业务）

收费公路行业具有显著的资本与资产驱动特征，收费公路资本投入不断增加形成收费公路资产（或公路收费权益），业务规模随之扩大，路产不断培育，路产效益随之提升，但不同区域和区位路产收费质量存在差异，收费公路企业在路产规模、路产地位与效益、收费政策和资本持续投入等核心驱动要素上体现其综合业务实力和抵御周期性波动的能力。

路产规模

截至 2018 年 6 月末，该公司控股路产收费里程 631.99 公里，约占 2017 年末广东省收费公路总里程 8195.6 公里的 7.71%。路产主要位于我国经济发达的珠江三角洲地区，并连接广州、深圳、珠海、东莞和佛山等地区之间的重要交通动脉，区位优势明显。

图表 12. 公司控股路产情况（单位：公里）

路段名称	通车时间	收费里程	收费期间
广深高速	1997 年 7 月 1 日	122.80	1997 年-2027 年
京珠高速广珠段（2016.6 已划转）	1999 年 12 月 6 日	62.37	1999 年-2030 年
江中高速	2005 年 11 月 8 日	40.07	2005 年-2027 年
西部沿海高速新会段	2002 年 04 月 28 日	15.66	2002 年-2028 年
西部沿海高速珠海段	2005 年 12 月 28 日	55.26	2005 年-2032 年
西部沿海高速珠海段支线	2008 年 4 月 30 日	12.40	2008 年-2032 年
西部沿海高速珠海段支线延长线	2016 年 1 月 28 日	4.53	2016 年-2032 年
西二环南段	2007 年 12 月 24 日	42.40	2007 年-2032 年
南环段	2010 年 12 月 31 日	50.20	2010 年-2035 年
博罗至深圳高速公路	2013 年 1 月 31 日	63.22	2013 年-2038 年
梅大高速公路	2013 年 12 月 28 日	60.40	2013 年-2038 年
梅大高速公路东延线	2014 年 12 月 31 日	25.05	2014 年-2039 年

路段名称	通车时间	收费里程	收费期间
江罗高速	2015 年 12 月 31 日一期通车（约 28 公里），2016 年 12 月 28 日二期通车	140.00	2015 年-2040 年
合计	-	694.36	-
剔除京珠高速广珠段后	-	631.99	-

资料来源：粤路建

路产地位与效益

2015-2017 年，该公司通行费业务收入分别为 60.80 亿元、58.52 亿元和 59.55 亿元，单位公里年通行费收入分别为 1059 万元、854.47 万元和 942.20 万元，属于行业前列。由于资产重组，公司自 2016 年 6 月起不再运营京珠高速广珠段，2016 年收费高速公路总体运营指标出现降幅。

图表 13. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
年通行费收入（亿元）	60.80	58.52	59.55	30.48
年通行量（万辆）	37056	38943	42323	--
收费里程（公里）	577.83	631.99	631.99	631.99
单位公里年通行费收入（万元）	1052.15	854.47	942.20	--

资料来源：粤路建（①2016 年通行费收入及通行量总额中京珠高速广珠段仅含 1-5 月数据，2016 年末通车里程已剔除京珠高速广珠段，单位公里通行费收入计算中亦剔除京珠高速广珠段 1-5 月数据；②单位公里年通行费收入=年通行费收入/年末收费里程，部分路段于年底通车，收入贡献少，实际收费水平或优于上表所示。）

从该公司运营的各路段收费质量看，目前广深高速对公司通行费收入贡献最大，是公司收费高速公路的核心路产；此外，江中高速、西二环南段和南环路段路产效益较高，为公司收入与利润提供补充。

图表 14. 公司主要高速公路资产及运营情况

路产名称	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
广深高速	通行费收入（亿元）	31.29	32.51	34.41	16.42
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	2548.05	2647.48	2802.12	--
	年车流量（万辆）	17298	19006	20447	9940
京珠高速广珠段（2016.6 已划转）	通行费收入（亿元）	10.83	4.52	--	--
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	1736.41	725.51	--	--
	年车流量（万辆）	5857	2500	--	--
江中高速	通行费收入（亿元）	3.88	4.24	4.70	2.36
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	968.31	1058.10	1172.95	--
	年车流量（万辆）	3945	4429	5228	2574
西部沿海高速新会段	通行费收入（亿元）	0.42	0.52	0.51	0.21
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	268.20	329.81	325.67	--
	年车流量（万辆）	301	353	371	193
西部沿海高速珠海段	通行费收入（亿元）	2.71	3.21	3.58	1.89
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	375.37	474.43	495.91	--
	年车流量（万辆）	2132	2979	3333	1835
西二环南段	通行费收入（亿元）	3.27	3.65	4.79	3.13
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	771.23	861.03	1129.72	--

路产名称	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
	年车流量（万辆）	3268	3716	4457	2577
南环段	通行费收入（亿元）	5.28	6.14	7.67	4.30
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	1051.79	1222.98	1527.89	--
	年车流量（万辆）	2641	3453	4439	2518
博深高速	通行费收入（亿元）	3.36	4.26	4.85	2.67
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	531.52	674.51	767.16	--
	年车流量（万辆）	1434	2089	2609	1376
梅大高速	通行费收入（亿元）	0.56	0.58	0.67	0.35
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	92.72	96.71	110.93	--
	年车流量（万辆）	137	142	170.85	169.01
梅大高速公路 东延线	通行费收入（亿元）	0.01	0.12	0.12	0.06
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	3.99	47.82	47.90	--
	年车流量（万辆）	42	45	48.52	29.83
江罗高速	通行费收入（亿元）	0.00	0.31	4.83	2.99
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	0.00	110.71	345.00	--
	年车流量（万辆）	1	231	1068	671

资料来源：粤路建（上表通行费收入合计数与财务报表通行费收入差异系增值税差异以及部分路段处于试运行期间。其中 2016 年京珠高速广珠段的通行费收入和年均车流量仅包含 1-5 月数据。）

广深高速由子公司广深珠高速公路有限公司负责运营，广深高速是连接广州至深圳的最主要的高速公路，全长 122.80 公里，2015-2017 年，广深高速通行费收入分别为 31.29 亿元、32.51 亿元和 34.41 亿元，占该公司收费路段通行费收入的比重超过 50%，路产单公里年通行费收入分别为 2548.05 万元、2647.48 万元和 2802.12 万元，路产效益处于行业超前列。

京珠高速广珠段是国家重点工程建设项目，是国家“两纵两横”主干线的一部分，位于北京至珠海线的最南端，北起广州市番禺区的塘坑，南至珠海市的金鼎，是连接广州至珠海的重要交通线路，该路产质量高，单公里年通行费收入约 1700 万元，路段已于 2016 年 6 月划至粤高速。

江中高速是连接中山市至江门市的高速公路，起于中山市，连接广珠东线高速公路，横跨西江，在江门市连接江鹤高速及江珠高速，是粤西地区通往珠三角地区的主要交通枢纽，2015-2017 年，江中高速实现通行费收入分别为 3.88 亿元、4.24 亿元和 4.70 亿元，路产单公里年通行费收入分别为 968.31 万元、1058.10 万元和 1172.95 万元，路产效益处于行业前列。

西二环南段和南环段是广州绕城公路的一部分，其位于珠江三角洲经济区、广东省中心城市广州的外围，途径广州市的白云区、黄埔区及番禺区、花都区，佛山市的顺德和南海市，与已建成或规划建设的广深、广珠段、广珠西线等高速公路及新机场高速公路等 9 条高速公路相连，具有分流途经广州城区的大量过境交通车辆的重要功能，在区域经济持续增长、周边路网贯通效应逐步显现的有利影响下，西二环南段、南环段路费收入增长明显，2015-2017 年，西二环南段实现通行费收入分别为 3.27 亿元、3.65 亿元和 4.79 亿元，路产单公里

年通行费收入分别为 771.23 万元、861.03 万元和 1129.72 万元，路产效益处于行业前列；同期，南环段实现通行费收入分别为 5.28 亿元、6.14 亿元和 7.67 亿元，路产单公里年通行费收入分别为 1051.79 万元、1222.98 万元和 1527.89 万元，路产效益处于行业前列。

博深高速、梅大高速、梅大高速公路东延线和江罗高速为近期新通车路产，尚处于培育期，路产效益的释放存在一定不确定性。其中，博深高速连接惠州市博罗县与深圳市龙岗区，是广东省中部的一条南北通道；梅大高速为广东第三条通往福建的高速公路，成为沟通广东省和福建省的重要纽带；梅大高速东延线是广东省高速公路网“九纵五横”规划中一横的组成部分，是广东省粤东北地区通往闽西南的一条省际高速公路；江罗高速是广东省东西向的一条重要通道，“四横”建成后将成为珠三角西岸地通往广西的最短路线，对珠三角地区的辐射带动能力起到增强带动作用。

2015-2017 年及 2018 年上半年度，该公司免收通行费规模分别为 4.25 亿元、4.08 亿元、4.93 亿元和 2.96 亿元。其中，节假日免收通行费规模分别为 2.62 亿元、2.82 亿元、3.32 亿元和 2.14 亿元；绿色通道免收通行费规模分别为 1.33 亿元、1.03 亿元、1.40 亿元和 0.74 亿元。

图表 15. 通行费免收费情况（单位：亿元）

免收通行费	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
节假日	2.62	2.82	3.32	2.14
绿色通道	1.33	1.03	1.40	0.74
其他	0.30	0.23	0.21	0.08
合计	4.25	4.08	4.93	2.96

资料来源：粤路建

整体来看，该公司通行费收入对核心路产依赖度高，核心路产质量高，带来稳定的收入和现金流，但公司控股路产中超过 40%里程的路段为 2013 年后通车，多处于培育期，车流量较低，收入贡献较小，关注新通车路产效益释放能力。

收费标准

目前，该公司控股的高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家 and 广东省政府决定，公司基本无自主权。2012 年 6 月起，广东省高速公路统一收费标准：收费费率按四车道 0.45 元/车公里、六车道以上 0.60 元/车公里执行，一至五类收费系数分别为 1、1.5、2、3、3.5。2015 年 6 月起，为确保完成全国高速公路电子不停车收费联网工作目标，广东省决定实施高速公路车型分类调整和货车完全计重收费工作（全国 ETC 联网同步）。同时为维持客运票价稳定，鼓励公共交通出行，对四类车（40 座以上大型客车）实施降档收费，即按三类车收费。

图表 16. 收费公路车辆通行费车型分类

车型	车型及规格	
	客车	货车
一类车	≤7 座	≤2 吨
二类车	8 座-19 座	2 吨-5 吨（含 5 吨）
三类车	20 座-39 座	5 吨-10 吨（含 10 吨）
四类车	≥40 座	10 吨-15 吨（含 15 吨），20 英尺集装箱车
五类车	-	>15 吨，40 英尺集装箱车

资料来源：《收费公路车辆通行费车型分类》，新世纪评级整理

广东省对高速公路载货类汽车实行完全计重收取车辆通行费。完全计重即以实地测量的车货总重量为依据计重收取车辆通行费（不含委托高速公路代的普通收费公路行次票），收费标准以元/吨·公里为单位（四车道高速路基本费率为 0.09 元/吨·公里、六车道以上高速路基本费率为 0.12 元/吨·公里）。

资本投入

该公司作为广东省交通集团的核心子公司之一，发展战略与广东省交通集团的发展战略保持一致，公司职能定位为珠江三角洲地区高速公路的投资建设、运营和管理。截至 2018 年末，公司在建的高速公路项目有 3 个，总里程数为 185.70 公里，概算总投资约 314.47 亿元，已累计完成投资 166.92 亿元，在建项目投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

图表 17. 2018 年末公司主要在建高速公路项目（单位：公里，亿元）

项目	里程	计划总投资	资本金	资本金到位	建设期间	累计投资	未来投资计划		拟通车时间	运营期限
							2019 年	2020 年		
虎门二桥 ³	12.89	111.84	27.96	26.50	2013.12-2019.05	87.47	13.00	0.00	2019.5	25 年
高恩项目	43.11	46.96	16.44	10.50	2015.10-2019.03	30.42	5.16	0.00	2019.3	25 年
云茂项目 ⁴	129.70	155.67	62.27	21.03	2017-2020	49.03	42.00	64.64	2020.12	25 年
合计	185.70	314.47	106.67	58.03	--	166.92	60.16	64.64	--	--

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

虎门二桥是广东省高速公路网的重要组成部分，项目位于珠江三角洲中部核心区域，是连接珠江东西两岸的重要通道，全长 12.89 公里，上游距珠江黄埔大桥 20 公里，下游距虎门大桥 10 公里。全线采用双向八车道高速公路标准，设计时速为 100 公里/小时，项目计划总投资 111.84 亿元，截至 2018 年末已投资 87.47 亿元。虎门二桥项目资本金为 27.96 亿元，全部为公司自筹，截至 2018 年末已到位 26.50 亿元。

广东省高明至恩平（原鹤山至开平）高速公路项目（简称“高恩项目”）起于佛山市高明区更合镇，接高村互通立交（广明高速公路与江罗高速公路相交设置的枢纽立交）。本项目线路全长 43.11 公里，全线双向六车道高速公路设

³ 虎门二桥严格控制概算，预计成本控制会有节约，故未来计划投资额与已完成投资额之和小于计划总投资。

⁴ 2016 年云茂项目财政补助到位 8.75 亿元，2017 年云茂项目财政补助到位 8.10 亿元，2018 年云茂项目财政补助到位 4.18 亿元。

计，项目计划总投资 46.96 亿元，截至 2018 年末已投资 30.42 亿元。高恩项目资本金为 16.44 亿元，全部为公司自筹，截至 2018 年末已到位 10.50 亿元。

此外，由于该公司拥有较丰富的高速公路投建和运营经验，公司还代管部分省内重要项目，参与项目设计监理、人员配置、筹建处配置等前期工作安排，包括深圳至中山跨江通道、沈阳至海口国家高速公路三堡至水口段改扩建工程等。

该公司控股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。广东省交通集团下属子公司投资项目大多由广东省交通集团安排，各子公司路产之间竞争相对较小，广东省交通集团对公司提供较有力支持：提供融资池，定期及时解决子公司急需的工程款缺口，同时也大力协助子公司用票据、银团贷款和发债等方式来解决投资项目的资金流动性。

(2) 其他业务

该公司其他业务主要涉及资金、委托管理费及劳务费，收入贡献和利润贡献少，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司其他业务收入分别为 1.26 亿元、1.25 亿元、0.99 亿元和 0.31 亿元，毛利率分别为 58.44%、51.31%、47.41%和 39.36%。

管理

该公司控股股东为广东省交通集团，实际控制人为广东省人民政府，公司股权清晰，控股股东实力强。公司设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好。同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

截至 2018 年 6 月末，广东省交通集团持有该公司股权比例为 93.96%，为公司控股股东。广东省人民政府作为广东省交通集团国有资产的出资者，通过广东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广东省国资委”）对广东省交通集团行使出资人职权并承担相应义务，广东省人民政府为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

根据《公司法》等法律法规和公司章程，该公司设有股东会、董事会、监事会、党委会和其他经营管理机构，并就股东会、董事会、监事会、党委会的

权力与义务、人员组成、职责权限与议事规则做出了明确的规定。

根据《广东省公路建设有限公司公司章程（2017 修订版）》，该公司设立董事会，董事会成员 7 名，其中 1 名职工代表，设董事长 1 人。公司监事会由 3 名成员组成，其中职工代表 1 名，监事会设主席 1 名。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司建立了相关的高层管理人员的考核奖惩办法，作为对公司高层管理人员考核和奖惩的依据，为高管人员履行职责提供了必要保障。

2019 年 1 月 28 日，根据该公司关于董事长发生变动的公告，公司原董事长童德功同志不再兼任公司董事长、董事、党委书记和党委委员职务，新任董事长为王康臣同志。该项人事变动已经通过股东机构任免，相关登记手续尚在变更中。截至 2019 年 1 月 28 日，公司董事会成员实际到位 5 人，其中董事长 1 名，职工董事 1 名。

（3） 主要关联方及关联交易

在关联交易管理方面，该公司在《财务管理办法》中规定关联方之间发生的交易，应按照独立企业之间的交易价格结算，各所属各单位应逐笔列示交易内容、金额、余额及会计处理。

该公司关联方交易主要体现在接受关联方劳务和关联担保等方面。公司关联方购销定价方式主要为协商定价，2017 年公司接受关联方提供劳务和资产使用权金额为 9.44 亿元，主要为向广东省长大公路工程有限公司等支关联方付的工程款和材料款；关联担保方面，截至 2017 年末，控股股东广东省交通集团为公司提供担保共计 75.00 亿元，公司为广东利通置业投资有限公司及广东肇阳高速公路有限公司分别提供 0.50 亿元和 1.24 亿元担保。

资金拆借上，2017 年末，联营企业广东肇阳高速公路有限公司和广东罗阳高速公路有限公司向公司借款余额分别为 0.75 亿元和 3.90 亿元，子公司广东江中高速公路有限公司、广东西部沿海高速公路珠海段有限公司和广东博大高速公路有限公司向关联方借款余额分别 0.99 亿元、0.99 亿元和 0.89 亿元。

图表 18. 2017 年末公司关联方资金拆借情况（单位：亿元）

拆出方	拆入方	拆借余额	起始日	到期日	说明
广东省公路建设有限公司	广东肇阳高速公路有限公司	0.75	2017/12/12	2020/12/11	委托贷款本金，三年期基准利率下浮 10%
广东省公路建设有限公司		0.001	--	--	委托贷款应收利息
广东省公路建设有限公司	广东罗阳高速公路有限公司	3.90	2013/3/29	2028/3/29	转贷“13 粤路建债”本金，成本为原发债成本 5.44%
广东省交通集团财务有限公司	广东江中高速公路有限公司	0.99	2017/5/12	2022/5/12	一年期基准下浮 12%
广东省交通集团财务有限公司	广东西部沿海高速公路珠海段有限公司	0.50	2017/12/4	2018/12/3	一年期基准下浮 12%
新粤（广州）融资租赁有限公司		0.49	2017/6/1	2020/5/25	三年期基准下浮 10%
广东省交通集团财务有限公司	广东博大高速公路有限公司	4.20	2017/9/7	2020/12/18	三年期基准
广东省路桥建设发展有限公司		4.70	2015/3/18	2020/12/17	三年期基准及基准下浮 10%

资料来源：粤路建

截至 2017 年末，该公司关联方应付应收余额见下表。其中其他应收款主要为应收广东虎门大桥有限公司项目前期代垫费用等 1.15 亿元；长期应收款 3.90 亿元为公司将“13 粤路建债”的募集资金转贷给广东罗阳高速公路有限公司；短期借款 5.35 亿元为应付广东省交通集团财务有限公司借款；一年内到期的非流动负债主要为广东省路桥建设发展有限公司对子公司广东博大高速公路有限公司发放 2.45 亿元委托贷款（2015-2018 年，三年期基准）；长期应付款中广东省路桥建设发展有限公司对子公司广东博大高速公路有限公司发放 2.25 亿元委托贷款（2017-2020 年，三年期基准下浮 10%）以及新粤（广州）融资租赁有限公司为广东省西部沿海高速公路珠海段有限公司提供 0.47 亿元融资租赁款。

图表 19. 公司截至 2017 年末关联方应收应付余额表（单位：亿元）

应收项余额		应付项余额	
应收账款	0.03	短期借款	0.50
预付款项	1.62	预收款项	0.03
其他应收款	2.17	应付账款	4.46
长期应收款	3.90	应付股利	9.44
-	-	应付利息	0.02
-	-	其他应付款	4.11
-	-	长期借款	5.17
-	-	一年以内到期的非流动负债	2.49
-	-	长期应付款	2.92
合计	7.72	合计	29.14

资料来源：粤路建

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据自身业务特点及管理需要设置了综合事务部、党群工作部、人力资源部、财务管理部、监察审计部、投资管理部、基建管理部、经营管理部、养护管理部、法律事务部和安全生产监督管理部等多个职能部门。公司逐步建立健全内控体系，以控制公司经营活动中主要风险。公司组织架构详见附录二。

（2）管理制度及水平

在财务管理方面，该公司通过建立《财务管理办法》规范公司及其下属分公司、子公司、项目筹建单位以及代建代管单位的财务管理活动，公司实行“统一领导、分级管理、独立核算、自主经营、自负盈亏”的财务管理体系。公司及所属各单位建立了成本费用控制系统，强化成本费用预算约束，推行质量成本控制方法，实行成本定额管理、全员管理和全过程控制。

在资金管理方面，该公司制订了《资金管理办法》，对资金的使用建立了合法合规、逐级审批、预算控制及严格监控原则，公司及所属各单位取得资金应及时入账，不得账外设账，严禁收款不入账、设立“小金库”。公司及所属各

单位应结合年度全面预算，拟定筹资方案，明确筹资用途、规模、结构和方式等，对筹资成本和风险作出充分预测。公司应结合年度投资预算，拟订投资计划，投资计划须经上级单位批准后施行。

在预算管理方面，该公司制订了《全面预算管理暂行办法》，以提升预算管理水平，整合公司资源，优化资源配置，强化内部控制，防范经营风险，实现经营目标。公司订立统一规划、分级管理、实事求是、上下结合以及不轻易调整原则，在内容上实行经营预算、资本预算、资金预算和财务预算相结合，在预算编制上采用固定预算、弹性预算、零基预算、滚动预算等多种办法相结合的预算管理体系。

在人力资源管理方面，该公司制定了《人力资源管理办法》以做好揽才、用才、育才、留才工作，最大限度地开发员工的潜能。公司按照精简高效、分工明确、责权清晰的原则制定公司本部和所属单位组织架构，管理人员编制。公司系统招聘员工遵循合理规划、按需招聘、公平公正、择优录用的原则。公司贯彻执行国家、省、市有关劳动工资、福利津贴、社会保险、劳动保护等方面的法律法规，薪酬福利、社会保险等人工成本项目纳入全面预算管理。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2019 年 1 月 10 日《企业信用报告》，公司本部暂无债务违约情况。

截至 2018 年 8 月 1 日，根据国家企业信用信息公示系统和全国法院被执行人信息查询网，该公司本部和子公司（广深珠高速公路有限公司、广东西部沿海高速公路珠海段有限公司、广东省西部沿海高速公路新会段有限公司、广东博大高速公路有限公司、广东高恩高速公路有限公司、广东江中高速公路有限公司及广东云茂高速公路有限公司）无重大经营异常。

3. 发展战略

该公司“十三五”规划分为战略布局和发展提升两个阶段，从 2018 年开始进入第二阶段。本阶段的目标是：确保高恩项目和虎门二桥分别于 2019 年初和 2019 年 5 月建成通车，云茂项目于 2020 年建成通车。未来，公司建设项目虎门二桥、高恩和云茂项目资金需求量大，公司拟通过提用已签订合同项下借款、发行企业债券及申请拨付财政补助资金解决；营运项目博深、梅大拟继续通过银行融资补充流动资金。

图表 20. 运营规划资金安排

主导产品或服务	2019 年	2020 年
资本性支出计划（亿元）	60.46	65.44
其中：虎门二桥项目（亿元）	13.00	--
高恩项目（亿元）	5.16	--
云茂项目（亿元）	42.00	64.64
莲花山过江通道（亿元）	0.30	0.80

主导产品或服务	2019 年	2020 年
营运资金需求（净额，亿元）	21.46	12.54
融资安排（净额，亿元）	54.37	33.54
其中：权益类融资（亿元）	--	--
债务类融资（亿元）	54.37	33.54

资料来源：粤路建

财务

随着高速公路项目建设的推进，该公司债务规模不断增加，负债经营程度较高，财务杠杆处于较高水平，目前公司高速公路项目资金需求仍较大，面临一定资本支出压力。考虑到公司债务期限结构较合理，主业资金回笼情况良好，可产生持续较大规模的经营环节现金净流入，加之较为充裕的货币资金和较通畅的融资渠道，可对即期债务偿付提供较强保障。

1. 公司财务质量

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014-2016 年财务报表进行了三年连审审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。根据公司发布《广东省公路建设有限公司关于中介机构发生变更的公告》，广东省国资委统一招标结果，公司从 2017 年度起，财务决算审计会计师事务所由天健会计师事务所（特殊普通合伙）变更为立信会计师事务所（特殊普通合伙）。

2015 年，该公司合并范围新增广东高恩高速公路有限公司，2016 年广珠交通不再纳入合并范围，2017 年公司新设广东云茂高速公路有限公司。截至 2017 年末，公司合并口径范围共计子公司 7 家，其中全资持股 4 家。2018 年 6 月 29 日，公司公告拟吸收合并全资子公司广东西部沿海高速公路珠海段有限公司和广东省西部沿海高速公路新会段有限公司，同时新设分公司广东省公路建设有限公司珠海段分公司。

2016 年 6 月，该公司完成资产重组，并将广珠交通 100% 股权（估值为 23.04 亿元）转让至粤高速，同时公司收到粤高速支付的委托贷款债权现金对价 9.88 亿元，并持有粤高速 22.30% 股份（公司以 4.94 元/股的除权股价获得粤高速 4.66 亿股），其中 9.88 亿元债权系公司对广珠东公司的委托贷款，委托贷款全部用于京珠高速公路广珠段项目的工程建设，委托贷款每年利息均为 8%。此次资产重组的影响：根据《广东省公路建设有限公司拟转让所持广州广珠交通投资管理有限公司股权及对京珠高速公路广珠段有限公司长期应收款项目评估说明》中的股权现金流量的预测，京珠高速公路广珠段收费期至 2030 年 5 月，2017 年-2030 年 5 月，预计京珠高速公路广珠段运营公司广珠东公司营业收入累计 184.29 亿元，营业利润累计 105.67 亿元，净利润累计 77.21 亿元，

公司质量较高路产被剥离后营收规模和利润空间受到一定冲击，新世纪评级将关注粤高速路产效益、后续盈利水平、年度分红安排⁵和对公司利润的补充能力，以及公司未来相关资产重组计划。

2. 公司偿债能力

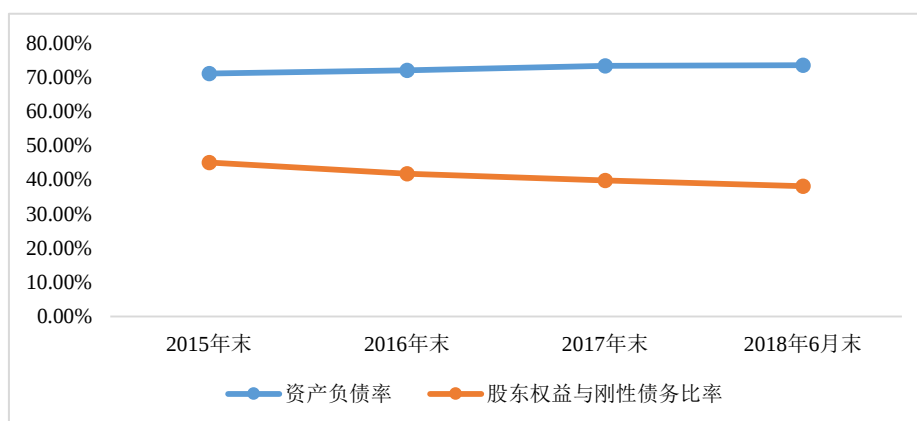
(1) 债务分析

A. 债务结构

受益于股东及政府支持，该公司资本实力不断增强，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司所有者权益分别为 198.12 亿元、203.04 亿元、201.63 亿元和 205.92 亿元，其中实收资本和资本公积合计分别为 108.78 亿元、117.53 亿元、125.35 亿元和 125.22 亿元，占公司权益资本比重分别为 54.91%、57.89%、62.17% 和 60.81%，2016 年末增幅系收到云茂项目财政补助专项资金 8.75 亿元，2017 年末相应增减变动带来的增幅系：①广东粤财原在 2014 年增资资金中用于江罗项目的 3.90 亿元通过减资方式收回并调整至其他项目，减资后公司注册资本减少 1.00 亿元至 77.33 亿元（资本公积冲减 2.90 亿元），同时大股东广东省交通集团向公司增资 10.94 亿元，注册资本增至 88.27 亿元；②2017 年公司收到云茂项目财政补助资金 6.50 亿元，市级项目资本金 0.06 亿元，收茂名市交通建设投资集团有限公司市级资本金 1.44 亿元，收到罗定市亿通实业投资有限公司市级资本金 0.10 亿元，共计 8.10 亿元；同期，其他资本公积转增资本 10.15 亿元。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司未分配利润分别为 18.28 亿元、31.67 亿元、24.75 亿元和 31.14 亿元，良好的业绩经营将带来权益资本的有效积累，但若公司进行大规模利润分配，或将对所有者权益的稳定性造成一定影响，2016 年因资产重组获得较大规模投资收益形成利润留存，2017 年根据粤交集财[2017]136 号文件“关于上缴 2016 年度国有资本收益的通知”要求本公司上缴 2016 年国有资本收益 15.74 亿元，于 2017 年 11 月 30 日上缴比例不低于 40%。

⁵ 根据粤高速 2016 年年度报告，粤高速提取 7.03 亿元作为 2016 年度分红派息资金，以 2016 年末的总股本 20.91 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 3.36 元（含税）。根据粤高速 2017 年年度报告提取 10.58 亿元作为 2017 年度分红派息资金，以 2017 年底的总股本 20.91 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 5.06 元（含税）。

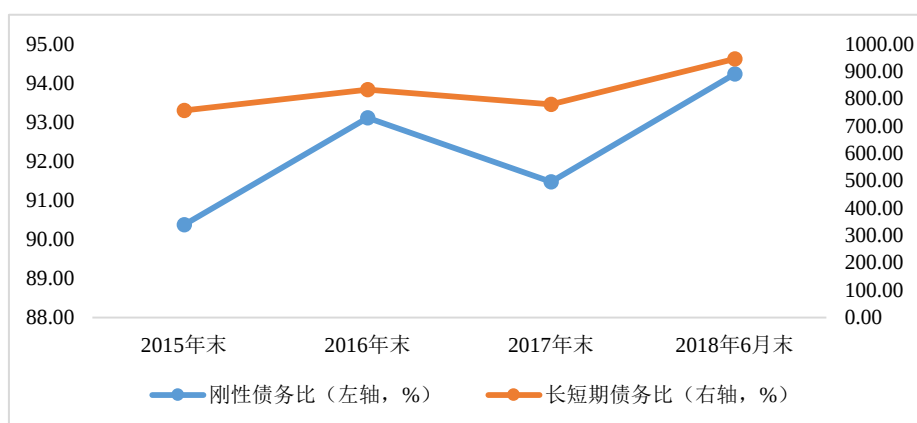
图表 21. 公司财务杠杆变化情况



资料来源：粤路建

随着高速公路投资规模的不断扩大，该公司融资需求增加，债务规模较大，财务杠杆维持在较高水平。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司负债总额分别为 486.74 亿元、522.24 亿元、554.26 亿元和 573.23 亿元；同期末，资产负债率分别为 71.07%、72.01%、73.32%和 73.57%，财务杠杆偏高。考虑到公司目前高速公路项目仍有较大规模资本支出需求，短期内公司债务经营仍承压。

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	439.88	486.26	507.01	540.17
应付账款 (亿元)	19.15	16.87	20.71	9.16
其他应付款 (亿元)	17.13	16.57	14.17	14.93
刚性债务占比 (%)	90.37	93.11	91.47	94.23
应付账款占比 (%)	3.93	3.23	3.74	1.60
其他应付款占比 (%)	3.52	3.17	2.56	2.60

资料来源：粤路建

从负债期限结构来看，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司长短期债务比分别为 756.93%、832.91%、779.47%和 946.32%，债务以非流动负债为主，债务期限结构较合理，符合收费公路行业资本投资回收时间长等行业特性。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款等构成，并以刚性债

务为主，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司刚性债务总额分别 439.88 亿元、486.26 亿元、507.01 亿元和 540.17 亿元，占公司负债总额比重分别为 90.37%、93.11%、91.47%和 94.23%；公司应付账款余额分别为 19.15 亿元、16.87 亿元、20.71 亿元和 9.16 亿元，主要为项目结算款和工程进度款，2018 年 6 月末较上年末减少 55.77%系支付了上年末在建项目按工程进度暂估工程款；同期末，其他应付款余额分别为 17.13 亿元、16.57 亿元、14.17 亿元和 14.93 亿元，主要为应付工程质量保证金、应付工程履约保证金及集团控股关联方往来款等。此外，2017 年末公司应付股利为 9.44 亿元，主要是 2017 年度向省交通集团上缴 2016 年度剩余现金股利。

B. 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	12.71	20.66	16.35	22.27
其中：短期借款	0.00	5.35	0.50	0.50
一年内到期长期借款	6.93	7.92	10.25	18.33
其他短期刚性债务	5.78	7.39	5.60	3.44
中长期刚性债务合计	427.17	465.61	490.66	517.90
其中：长期借款	365.44	408.16	432.93	458.45
应付债券	55.00	55.00	55.00	55.00
其他中长期刚性债务	6.73	2.45	2.72	4.45
融资成本（年化，%）	5 年以上贷款基准利率下浮 10%	5 年以上贷款基准利率/基准利率下浮 10%	5 年以上贷款基准利率	5 年以上贷款基准利率

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司刚性债务总额分别为 439.88 亿元、486.26 亿元、507.01 亿元和 540.17 亿元，其中短期刚性债务分别为 12.71 亿元、20.66 亿元、16.35 亿元和 22.27 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 321.51%、275.06%、309.04%和 287.76%，现金类资产对短期债务偿付的保障能力极强，即期债务偿付相对较小；中长期刚性债务分别为 427.17 亿元、465.61 亿元、490.66 亿元和 517.90 亿元，包括长期借款、应付债券、融资租赁款及委托贷款，其中 2018 年 6 月末长期应付款大幅增长系子公司广东博大高速公路有限公司新增广东省路桥建设发展有限公司委托贷款所致。

该公司拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于公司运营保持稳定。公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，截至 2017 年末，公司银行借款余额为 443.68 亿元，主要由质押借款构成。长期借款中，质押借款为 392.24 亿元，占长期银行借款的比重为 90.60%，质押借款主要以高速公路项目收费权及其项下收益作为质押取得建设资金借款。借款主体方面，公司银行借款主要为公司本部及下属子公司借款，其中期末公司本部刚性债务为 273.70 亿元，占刚性债务总额比重为 53.98%。

图表 24. 公司 2017 年末银行借款方式（单位：亿元）

分类	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	[长期借款利率区间]
信用借款	0.50	10.25	19.48	1.2%-4.2%
质押借款	0.00		392.24	2.11%-4.41%
保证借款	0.00		21.21	4.41%-6.55%
合计	0.50	10.25	432.93	--

资料来源：粤路建

C. 或有负债

对外担保方面，截至 2018 年 6 月末，该公司对外担保余额为 1.74 亿元，担保比例为 0.85%。其中，对广东利通置业投资有限公司贷款提供一般保证担保余额为 0.50 亿元，对广东肇阳高速公路有限公司按股权比例提供连带责任保证担保余额为 1.24 亿元，公司对外担保规模小，或有负债风险较可控。

(2) 现金流分析

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
营业收入现金率（%）	99.52	101.12	102.09	100.47
业务现金收支净额（亿元）	42.55	42.60	43.88	22.19
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.38	0.33	0.72	0.51
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	42.17	42.93	44.60	22.70
EBITDA（亿元）	47.53	64.19	57.75	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.14	0.12	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.17	3.06	2.71	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	79.66	76.13	74.95	—
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	9.26	8.51	8.29	—

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司高速公路收费业务获现能力较强，资金回笼相对稳定，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 99.52%、101.12%、102.09% 和 100.47%。同期，经营活动产生的现金流量净额分别为 42.17 亿元、42.93 亿元、44.60 亿元和 22.70 亿元，公司经营现金流量主要来自公司通行费收入。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2015-2017 年分别为 47.53 亿元、64.19 亿元和 57.75 亿元，EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数分别为 2.17 倍、3.06 倍和 2.71 倍，EBITDA 对利息支出可形成有效保障，EBITDA 对刚性债务覆盖倍数分别为 0.12 倍、0.14 倍和 0.12 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度偏弱。

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-3.34	12.95	3.40	2.92
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-52.90	-49.37	-46.66	-26.46
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.02	-4.40	2.27	-0.09
投资环节产生的现金流量净额	-56.22	-40.81	-40.99	-23.63

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

从投资活动现金流来看，该公司新建及扩建高速公路项目资金支出较大，公司投资环节现金流出较大，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额分别为-52.90 亿元、-49.37 亿元、-46.66 亿元和-26.46 亿元；公司在参与高速公路建设的同时参股省内高速公路路产，年度间可获得现金收益，2015-2017 年及 2018 年上半年度，取得投资收益收到的现金分别为 1.81 亿元、2.20 亿元、4.15 亿元和 3.52 亿元，同期公司回收投资与投资支付净额分别为-3.34 亿元、12.95 亿元、3.40 亿元和 2.92 亿元，其中 2016 年回收投资与投资支付净流入额较大系公司收到粤高速支付的 9.88 亿元委托贷款债权现金对价和收回 1.00 亿元广东肇阳高速公路有限公司的委托贷款本金。综上投资动态，近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-56.22 亿元、-40.81 亿元、-40.99 亿元和-23.63 亿元。目前，在建高速公路项目仍存在资金需求，公司仍面临一定资金压力。

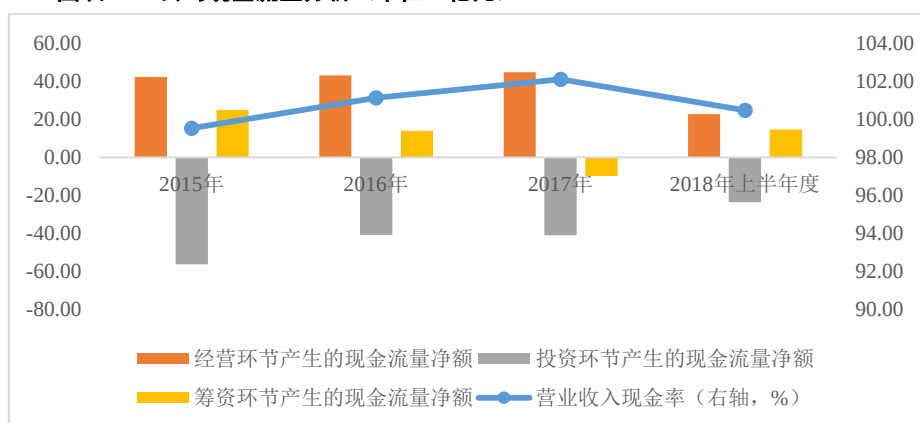
图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
权益类净融资额	-10.66	-17.33	-7.27	-11.43
债务类净融资额	31.81	31.28	0.74	25.93
其中：现金利息支出	20.97	20.62	21.23	8.27
其他与投资活动有关现金净额	3.63	-0.12	-3.37	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	24.77	13.83	-9.91	14.50

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

目前，该公司高速公路项目投建和已通车路产运营均存在资金需求，经营活动产生现金流可覆盖上述部分资金需求，但较大规模投资建设和还本付息仍主要通过银行借款以及发行债券等方式实施项目推进和债务循环。2016-2017 年，公司吸收投资收到的现金分别为 8.75 亿元和 8.10 亿元，主要为股东及政府资金支持并用于云茂项目资本金；由于较大规模的股利分配，2015-2017 年及 2018 年上半年度，权益类净融资额分别为-10.66 亿元、-17.33 亿元、-7.27 亿元和-11.43 亿元；公司通过外部借款进行债务循环、利息支付及项目投资支出，同期公司债务类净融资额分别为 31.81 亿元、31.28 亿元、0.74 亿元和 25.93 亿元，2017 年债务性融资规模有所缩减。综上筹资动态，近三年一期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 24.77 亿元、13.83 亿元、-9.91 亿元和 14.50 亿元。

图表 28. 公司现金流量分析（单位：亿元）



资料来源：根据粤路建所提供资料整理、绘制。

(3) 资产质量分析

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	45.16	60.65	62.01	74.53
其中：现金类资产（亿元）	6.59	8.36	8.20	9.57
应收款项（亿元）	1.06	0.47	0.66	1.38
预付款项（亿元）	0.05	0.03	8.62	6.62
其他应收款（亿元）	2.15	3.27	2.20	1.59
其他流动资产（亿元）	1.00	0.04	0.00	0.00
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	639.71	664.62	693.88	704.62
其中：固定资产（亿元）	93.41	91.64	91.80	90.43
在建工程（亿元）	431.98	412.86	394.35	384.22
长期股权投资（亿元）	150.88	171.49	224.65	244.18
长期应收款（亿元）	37.20	63.33	64.78	64.33
其他非流动资产（亿元）	5.18	3.90	3.90	3.90
期末全部受限资产账面金额（亿元）	9.28	8.20	1.53	3.52
受限资产账面余额/总资产（%）	575.61	546.86	571.11	578.22
	84.05	75.40	75.55	74.21

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司资产总额分别为 684.87 亿元、725.27 亿元、755.89 亿元和 779.15 亿元。其中非流动资产分别为 639.71 亿元、664.62 亿元、693.88 亿元和 704.62 亿元，分别占资产总额的 93.41%、91.64%、91.80%和 90.43 亿元，以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。

截至 2017 年末，该公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程构成，其中长期应收款为 3.90 亿元，主要为公司将“13 粤路建债”的募集资金转贷给广东罗阳高速公路有限公司；同期末长期股权投资为 64.78 亿元，主要是公司对粤高速、广东广珠西线高速公路有限公司、广东肇阳高速公路有限公司、广东罗阳高速公路有限公司等联营及合营公司的投资，公司所投资企业当期宣告发放现金股利或利润合计 4.15 亿元；期末固定资产

为 394.35 亿元，较上年末下降 4.48%，主要为公路及构筑物；期末公司在建工程为 224.65 亿元，较上年末增长 31.00%，主要为江罗高速公路项目、虎门二桥项目、高恩高速公路项目和云茂项目投资推进等。此外，2017 年末公司非流动资产 1.53 亿元，较上年末大幅增长系变更会计师事务所进行科目调整，预付工程款原入账其他非流动资产科目，2017 年末调整至预付款项科目，非流动资产余额主要为向广东肇阳高速公路有限公司发放的 0.75 亿元委托贷款及在建项目待抵扣、待认证增值进项税。2018 年 6 月末，公司非流动资产结构较上年末无重大变化，其中其他非流动资产较上年末增长 129.49%至 3.52 亿元，主要系待抵扣进项税额增加所致。

截至 2017 年末，该公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。其中货币资金为 50.52 亿元，较上年末减少 11.08%，受限货币资金为 0.67 亿元，受限比例较小，短期刚性债务现金覆盖率为 309.04%，现金类资产为公司短期刚性债务偿付提供有效保障；期末公司其他应收款 2.20 亿元，较上年末减少 32.83%，主要为应收关联方的工程垫款，降幅系收回东新高速和佛开高速项目代垫款。此外，2017 年末公司预付款项 8.62 亿元，较上年末大幅增长系变更会计师事务所进行科目调整，预付款项主要为预付工程款，原入账其他非流动资产科目，2017 年末调整至预付款项科目。2018 年 6 月末，公司流动资产结构较上年末无重大变化，其中货币资金较上年末增长 26.85%至 64.08 亿元，增幅主要系公司通行费现金流入等。

(4) 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	79.50	108.35	98.40	136.04
速动比率 (%)	79.37	108.25	84.69	123.93
现金比率 (%)	71.95	101.49	80.16	116.97
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	321.51	275.06	309.04	287.76

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

该公司主要负责广东省内部分高速公路的建设及运营，属于资本密集型企业，资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司流动比率分别为 79.50%、108.35%、98.40%和 136.04%，速动比率分别为 79.37%、108.25%、84.69%和 123.93%，资产流动性账面指标较弱，2018 年 6 月末，公司货币资金留存现金额较大带来了流动性指标的上升。

现金类资产方面，该公司货币资金储量较大，且受限规模小，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司现金比率分别为 71.95%、101.49%、80.16%和 116.97%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 321.51%、275.06%、309.04%和 287.76%，现金类资产对即期债务偿付提供了有效保障，短期刚性债务偿付压力较小。

资产受限方面，截至 2018 年 6 月末，该公司受限资产账面价值合计 578.22 亿元，受限比率为 74.21%，资产受限比例较大，并主要是收费权质押，公司整

体资产流动性较弱。

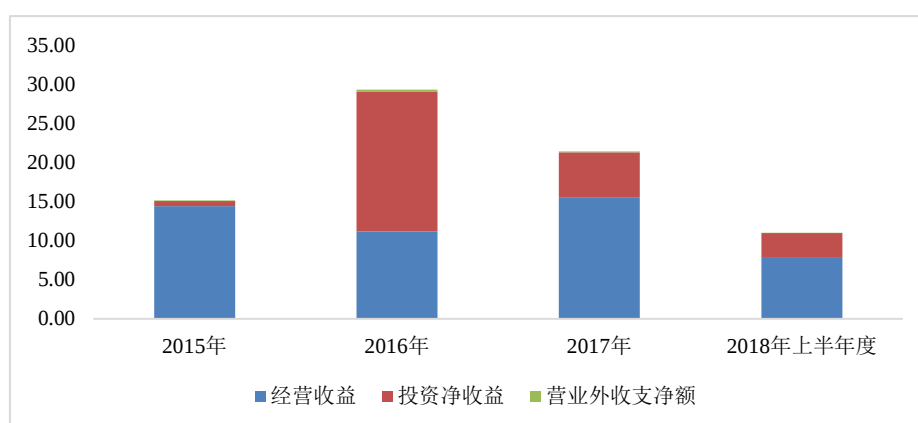
图表 31. 所有权和使用权受到限制的资产情况

项 目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.31	通行费清算账户
固定资产	315.01	收费权质押（其中：西二环高速公路 65%、南二环高速公路 100%、江中高速公路 100%、珠海段高速公路 100%、珠海段支线延长线高速公路 100%、新会段高速公路 100%、博深高速公路 75%、梅大高速公路 100%、梅大东延线高速公路 100%）
在建工程	194.60	收费权质押（其中：江罗高速公路 75%、虎门二桥高速公路 100%、高恩高速 65%、云茂高速 60%）
其他	68.30	广深珠高速公路一切财产及收费权质押

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

3. 公司盈利能力

图表 32. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据粤路建所提供数据绘制

目前，该公司业务主要涉及下属路产的道路建设及运营，公司营业收入中 97% 以上来自通行费收入。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司营业收入分别为 62.06 亿元、59.77 亿元、60.54 亿元和 30.78 亿元，2016 年营业收入有所下降主要系资产重组所致（自 2016 年 6 月起不再运营京珠高速广珠段）。随着路产折旧、养护费用等增长，同时新通车路产尚处于培育期，公司毛利水平有所下滑，同期公司毛利率分别为 56.95%、52.88%、52.71% 和 56.28 亿元。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司经营收益分别为 14.43 亿元、11.19 亿元、15.55 亿元和 7.92 亿元，主业经营积累能力较强。

图表 33. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
营业收入合计（亿元）	62.06	59.77	60.54	30.78
其中：通行费业务（亿元）	60.80	58.52	59.55	30.48
毛利（亿元）	35.34	31.61	31.91	17.32
其中：通行费业务（亿元）	34.60	30.97	31.44	17.20
毛利率（%）	56.95	52.88	52.71	56.28

经营收益结构	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
其中：通行费业务（%）	56.91	52.92	52.8	56.45
期间费用率（%）	30.89	33.53	27.14	30.20
其中：财务费用率（%）	26.34	29.14	23.40	27.11
全年利息支出总额（亿元）	21.92	20.97	21.30	--
其中：资本化利息数额（亿元）	7.28	5.30	4.76	--
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.77	2.79	2.80	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

该公司期间费用主要集中于财务费用，近年来，由于刚性债务的不断增长以及项目完工导致利息不再资本化，公司财务费用规模较大，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司期间费用分别为 19.17 亿元、20.04 亿元、16.43 亿元和 9.30 亿元，其中财务费用分别为 16.35 亿元、17.42 亿元、14.17 亿元和 8.34 亿元，2017 年出现降幅系当期获得汇兑净收益 1.74 亿元冲减部分财务费用，但较大规模利息支出一定程度上仍削弱了公司盈利能力，2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司期间费用率分别为 30.89%、33.53%、27.14%和 30.20%。

由于该公司高速公路建设项目资金投入量大，在部分项目资本金支持的基础上，公司通过筹融资借款产生较大规模的利息支出，2015-2017 年，公司利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 21.92 亿元、20.97 亿元和 21.30 亿元，其中资本化的利息支出分别为 7.28 亿元、5.30 亿元和 4.76 亿元。同期，公司高速公路通行费收入分别为 60.80 亿元、58.52 亿元和 59.55 亿元，对利息的覆盖倍数分别为 2.77 倍、2.79 倍和 2.80 倍，通行费收入对利息偿付能够提供有效保障；但考虑到广东省骨干线路基本完成，公司新通车、在建及后续建设项目主要为非主干线路，路产效益或不及预期，待在建及拟建项目陆续建成投入运营后，公司因利息负担加重或将面临较大的经营压力。

图表 34. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
投资净收益	6369.60	178725.36	57461.25	30705.79
其中：权益法核算的长期股权投资收益	7257.05	33885.67	57643.55	30582.82
处置长期股权投资产生的投资收益	--	144430.04	--	--
可供出售金融资产等取得的投资收益	1.00	1.00	1.00	--
营业外收入	1564.77	3803.75	1967.03	902.15
其中：政府补助	760.05	2717.35	697.49	344.16
非流动资产处置利得	2.97	4.95	215.25	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

2015-2017 年，该公司实现投资收益分别为 0.64 亿元、17.87 亿元、5.75 亿元和 3.07 亿元，2016 年公司投资收益较大幅增加，主要系公司资产重组划转广珠交通确认投资收益 14.44 亿元（不具有持续性）、投资广东虎门大桥有限公司、广东广珠西线高速公路有限公司和粤高速等获取的投资收益 3.39 亿元。

2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司实现营业利润分别为 15.07 亿元、29.06 亿元、21.30 亿元和 10.99 亿元，实现净利润分别为 9.18 亿元、24.12 亿元、15.49 亿元和 8.47 亿元。2015-2017 年，公司净资产收益率为 4.62%、12.02% 和 7.66%；总资产报酬率分别为 4.55%、6.38% 和 5.12%。

图表 35. 公司主要盈利指标情况

年度	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润率（%）	24.28	48.62	35.18
总资产报酬率（%）	4.55	6.38	5.12
净资产收益率（%）	4.62	12.02	7.66

资料来源：根据粤路建所提供数据整理、绘制。

总体而言，受资产重组影响，该公司 2016 年营业收入同比小幅下降，投资收益成为公司营业利润的重要补充但不具有持续性，2017 年随着路产效益持续释放，公司通行费收入回升，经营积累良好。预计未来随着新通车路产不断培育及路产周边路网不断完善，公司营业收入有望继续增长。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司核心高速路产质量较优良，属于区域路网大动脉，高速公路通行费收入稳步增长，经营环节资金持续较大规模净流入，资金回笼稳定。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司实现营业收入分别为 62.06 亿元、59.77 亿元、60.54 亿元和 30.78 亿元，其中通行费收入分别为 60.80 亿元、58.52 亿元、59.55 亿元和 30.48 亿元，单公里年通行费收入水平近 1000 万，处于行业前列。2015-2017 年及 2018 年上半年度，公司经营活动产生现金净流入分别为 42.17 亿元、42.93 亿元、44.60 亿元和 22.70 亿元，且未来随着区域内及周边路网的进一步完善以及公司下属路产车流量的提升，公司通行费收入将持续增加，可为公司债务还本付息提供较好保障。

2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司货币资金余额分别为 40.87 亿元、56.82 亿元、50.52 亿元和 64.08 亿元，基本不受限，账户上充裕的货币资金能为即期债务的偿付提供较强保障。

2. 外部支持因素

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2018 年 6 月末，公司合并口径已获得各商业银行授信额度为 963.09 亿元，其中已使用授信 452.27 亿元，未使用授信余额为 510.82 亿元。同时，公司与金融机构拥有良好的关系，并且可以通过资本市场进行债务融资，具有较强的融资能力。

图表 36. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用	剩余额度
全部（亿元）	963.09	452.27	510.82
其中：国家政策性金融机构（亿元）	183.52	120.97	62.55
工农中建交五大商业银行（亿元）	650.43	279.32	371.11
其中：大型国有金融机构占比（%）	86.59	88.51	84.89

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（截至 2018 年 6 月末）

此外，该公司控股股东提供了融资池定期及时解决子公司急需的工程款缺口，同时也大力协助子公司用票据、银团贷款和发债等方式来解决投资项目的资金流动性。

本期债券偿付保障分析

1. 良好的业务经营表现

广东省为我国重要的综合交通枢纽和物流枢纽之一，多年来经济持续快速发展，区域内车辆保有量快速增长，区域内公路运输需求持续提升。该公司控股路产均为经营性高速公路，且主要布局于广东省珠江三角洲，路段区位优势明显，其中广深高速为国家高速路网核心路段，路产质量优良，可为公司提供稳定收入来源；公司车辆通行费业务资金回笼能力较强，经营环节资金持续较大规模净流入，为即期债务偿付提供较强保障。

该公司作为广东省内高速公路投建及运营的重要主体之一，在广东省高速公路行业中处于重要地位，公司能持续得到政府和股东广东省交通集团在项目资本金和融资资金筹措等方面的有力支持。

该公司通过发行债券和银行借款等方式进行融资，融资渠道较为畅通，银行授信规模较大，可为债务偿付提供一定保障。公司与金融机构拥有良好的关系，银行借款成本基本为基准水平，并且可以通过资本市场进行债务融资，具有较强的融资能力。

2. 担保分析

广东省交通集团由广东省人民政府全资持股，实际控制人是广东省人民政府，截至 2018 年 6 月末，广东省交通集团实收资本 268.00 亿元。广东省交通集团是广东省高速公路最重要的建设和经营主体，主要从事公路投资和经营、工程施工等业务，其中公路投资和经营仍是广东省交通集团资产和经营业务的主要构成部分。截至 2017 年末，广东省交通集团经营管理（参控股及代管路段）的 76 条高速公路总里程达 6168 公里，占广东省收费公路总里程的 75.26%，其中纳入合并报表范围的路段里程为 4823 公里。

2017 年，根据广东省省属高速公路板块企业重组改革方案，广东省政府决

定以广东省交通集团为主体，整合广东联合电子服务股份有限公司（简称“联合电服”）和广东省南粤交通投资建设有限公司（简称“南粤交通”）⁶。具体方案：（1）南粤交通出资人为广东省人民政府，由原来授权广东省交通运输厅履行出资人职责，调整为授权广东省交通集团履行出资人职责；重组后维持政府还贷高速公路项目性质不变，仍按照“收支两条线”保持既定的投资和债务偿还方式。（2）无偿划转广东省国资委持有的联合电服 51% 股权至广东省交通集团；联网收费拆分结算和 ETC 运营工作由广东省交通运输厅负责行政管理和监管，广东省交通集团负责具体运营。（3）重组后，广东省交通集团对内部同质化企业和业务进行全面梳理，分步改革重组和压缩管理层级，力争重组整合后二级单位由初期的 19 家重组至不超过 14 家。（4）重组后广东省交通集团的资产结构和业务由三部分组成：① 经营性高速公路投资建设和经营管理，出行服务及物流、土地等配套资源综合开发经营，智慧交通、公路施工、科研、设计、监理等；② 政府还贷高速公路投资建设和经营管理；③ 通过持有联合电服 51% 股权，对全省公路联网收费和电子不停车收费等。（5）重组改革后，广东省交通集团立足自身，统筹资源，通过以丰补歉等措施解决两个高速公路平台营运资金缺口；为改善广东省交通集团融资和盈利能力，将虎门大桥 30% 收益权划归广东省交通集团，统筹用于其管理的高速公路项目。本次重组整合后，因对南粤交通形成控制，广东省交通集团经营管理（参控股）的高速公路新增 11 条、里程合计 839 公里；联合电服已于 2018 年一季度纳入广东省交通集团合并范围，南粤交通未纳入广东省交通集团合并范围，关注关联方资金拆借和往来。

图表 37. 广东省交通集团经营管理高速公路情况（条，公里，亿元，万元/公里）

明细	2016 年				2017 年			
	数量	里程	通行费收入	单公里年通行费	数量	里程	通行费收入	单公里年通行费
1、经营性高速	65	5244	-	-	65	5329	-	-
合并范围内	50	4739	235.81	497.60	50	4823	275.30	570.80
合营及联营	15	506	-	-	15	506	-	-
2、政府还贷高速	-	-	-	-	11	839	-	-
合并范围内	-	-	-	-	-	-	-	-
代管	-	-	-	-	11	839	-	-
合计	65	5244	-	-	76	6168	-	-

资料来源：广东省交通集团。2017 年公司纳入合并范围高速公路里程增加但数量未变的原因系统统计口径差异；南粤交通下属收费还贷高速公路 2017 年共新通车 6 条、里程合计 571 公里，均于年末通车，收费期限 15 年。

广东省交通集团控股的高速公路资产规模较大，包括广东主要出省通道以及连接广州、深圳、珠海等省内经济核心城市的路段，区位优势明显，收费通行量和通行费收入水平保持较高水平且不断增加，在广东省高速公路行业中拥

⁶ 南粤交通是广东省政府还贷高速公路的主要投建及运营主体，截至 2017 年末共负责 22 条、里程合计 1906.20 公里、投资规模约 2800 亿元的政府还贷高速公路项目的建设运营，其中通车运营路段 11 条（里程合计 839 公里）。联合电服统一负责广东省公路联网收费和电子不停车收费业务，以及公路专用缴费卡—粤通卡发行和服务工作。

有很强的竞争优势。2015-2017 年及 2018 年上半年度，广东省交通集团实现营业收入分别为 413.12 亿元、432.73 亿元、451.59 亿元和 234.27 亿元，其中通行费收入分别为 211.02 亿元、235.81 亿元、275.30 亿元和 154.26 亿元，路产单公里年通行费收入处于较高水平。除了主业经营积累外，投资收益对利润形成重要补充，整体盈利能力不断增强；但以利息支出为主的财务费用对利润总额侵蚀仍然较大，关注广东省交通集团未来在建路产完工投运后利息费用化压力和新通车路产产能释放水平。

项目建设方面，截至 2017 年末，广东省交通集团在建的高速公路及桥梁项目共 19 个，总投资合计 2063.68 亿元，已投资 329.97 亿元，未来尚需投资 1733.71 亿元；拟建项目方面，广东省交通集团存有二广高速公路连山至贺州支线（粤境段）1 个新建及深岑高速中山新隆至江门段等 3 个改扩建项目，概算总投资 204.97 亿元，广东省交通集团在路产建设面临较大的资本支出压力。

由于前期高速公路项目建设累积较大规模刚性债务，广东省交通集团负债经营程度较高，2017 年末负债总额为 2640.16 亿元，其中刚性债务为 2311.69 亿元，并以长期刚性债务为主。作为广东省最重要的高速公路建设和经营主体，广东省交通集团在广东省交通基础设施建设中地位突出，在发展过程中得到广东省政府在项目资本金等方面的有力支持，2017 年末广东省交通集团所有者权益为 1085.41 亿元（其中实收资本和资本公积合计 638.57 亿元），资产负债率为 70.87%，财务杠杆偏高，但得益于较为充裕的货币资金和持续大规模现金流入，可为即期债务偿付提供较好保障，2017 年末广东省交通集团合并口径货币资金为 195.60 亿元，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 46.00% 和 145.91%，2015-2017 年及 2018 年上半年度经营活动现金流量净额分别为 160.37 亿元、166.34 亿元、205.17 亿元及 120.40 亿元。

作为广东省高速公路投资建设及运营行业的最重要主体，广东省交通集团在区域内的职能定位明确，区域主导地位明显，其在资本金等方面获得政府大力支持。受区域内高速路网不断完善，路网效益增强，广东省交通集团主业经营稳步发展，加之投资收益的良好补充，利润留存规模较大，但需关注利息支出带来的侵蚀影响。由于前期项目建设投入大，广东省交通集团负债经营程度较高，但考虑到较为充裕的货币资金和持续大规模现金流入，可为即期债务偿付提供较好保障。考虑到广东省交通集团在广东省重要职能定位，其在建、拟建高速公路规模仍较大，未来对外筹融资仍有很大需求，关注新通车路产和在建项目未来效益释放能力。

根据本评级机构评定：广东省交通集团的主体信用级别为 AAA 级。综上，广东省交通集团具有稳健的业务经营积累和强健的财务实力，其对本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步增强本期债券的债务本息到期偿付的安全性。

评级结论

该公司是广东省人民政府下属的国有企业，公司股权清晰，控股股东实力强。公司法人治理结构完善，运营管理及财务具有较强的独立性。公司逐步建立健全内控体系，经营管理逐步规范，组织架构设置基本可以满足其现阶段经营管理的需要。

该公司主要从事高速公路投资与运营等业务路产均为经营性高速公路，且主要布局于广东省珠江三角洲，路段区位优势明显，其中广深高速为国家高速路网核心路段，路产质量优良，为公司提供稳定收入来源；但公司路产收费对核心路产依赖程度高，新通车、在建及拟建路产主要为非主干线路段，投运后培育期较长，路产产能释放存在不确定性。由于高速公路建设累积较大规模债务，公司资产负债率处于较高水平，目前公司高速公路项目资金需求仍较大，面临一定资本支出压力。考虑到公司作为广东省内高速公路投建及运营的重要主体之一，在广东省省高速公路行业中处于重要地位，能获得政府和股东广东省交通集团在项目资本金和融资资金筹措等方面的有力支持。

该公司营业收入主要来源于车辆通行费收费，核心路产质量优良，但 2016 年 5 月京珠高速广珠段有偿划转至粤高速，公司营业收入有所下降，关注粤高速后续分红安排对公司利润的补充；公司路产收费对利息覆盖倍数较高，但较大规模的财务费用对利润的侵蚀仍较为严重，未来项目建成后利息停止资本化，财务费用将维持较高水平，或将进一步对利润产生侵蚀。此外，公司路产收费权及相关资产被抵质押规模较大，资产流动性较弱，或将影响公司未来筹融资空间。考虑到公司主业资金回笼能力较强，经营环节资金持续较大规模净流入，加之较充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，可为公司即期债务偿付提供较强保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

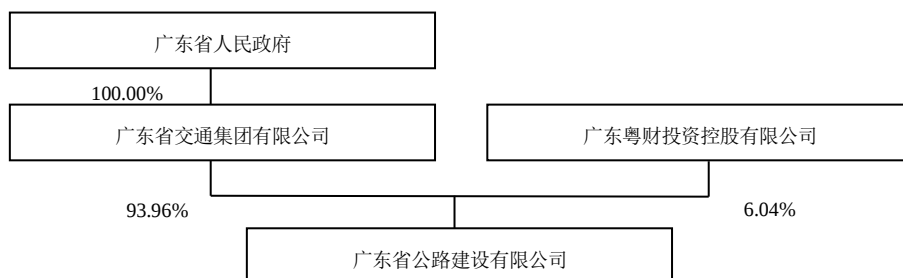
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

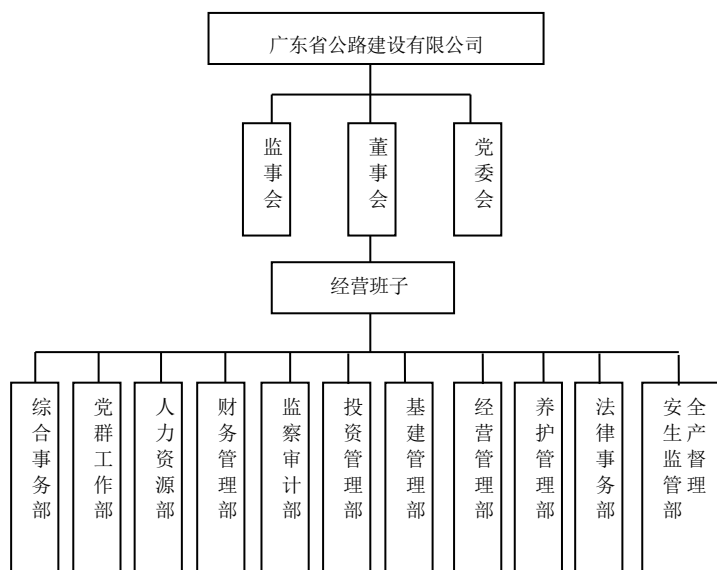
公司与实际控制人关系图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至2018年6月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至2018年6月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
广东省公路建设有限公司（本部）	粤路建（本部）	本部	高速公路的投资、建设和运营	273.70	196.96	12.24	15.53	10.81	
广深珠高速公路有限公司	广深珠高速公司	55.00	高速公路的建设和运营	44.76	19.92	33.91	17.00	24.62	
广东西部沿海高速公路珠海段有限公司	粤珠海公司	100.00	高速公路的投资、建设和运营	44.55	-0.38	3.51	-0.83	2.47	
广东省西部沿海高速公路新会段有限公司	粤新会公司	100.00	高速公路的投资、建设和运营	13.73	-6.39	0.50	-0.70	0.28	
广东博大高速公路有限公司	粤博大公司	51.00	高速公路的投资、建设和运营	133.59	33.65	5.53	-6.28	3.46	
广东高恩高速公路有限公司	粤高恩公司	100.00	高速公路的投资、建设、养护和运营	11.41	6.50	--	--	--	
广东江中高速公路有限公司	粤江中公司	60.00	高速公路的投资、建设和运营	6.24	11.57	4.86	0.73	3.34	
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司	100.00	高速公路的投资、建设和运营	0.01	16.85	--	--	--	

注：根据粤路建提供资料整理

附录四：

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 上半年度
资产总额 [亿元]	684.87	725.27	755.89	779.15
货币资金 [亿元]	40.87	56.82	50.52	64.08
刚性债务[亿元]	439.88	486.26	507.01	540.17
所有者权益 [亿元]	198.12	203.04	201.63	205.92
营业收入[亿元]	62.06	59.77	60.54	30.78
净利润 [亿元]	9.18	24.12	15.49	8.47
EBITDA[亿元]	47.53	64.19	57.75	—
经营性现金净流量[亿元]	42.17	42.93	44.60	22.70
投资性现金净流量[亿元]	-56.22	-40.81	-40.99	-23.63
资产负债率[%]	71.07	72.01	73.32	73.57
长短期债务比[%]	756.93	832.91	779.47	946.32
权益资本与刚性债务比率[%]	45.04	41.75	39.77	38.12
流动比率[%]	79.50	108.35	98.40	136.04
速动比率 [%]	79.37	108.25	84.69	123.93
现金比率[%]	71.95	101.49	80.16	116.97
利息保障倍数[倍]	1.36	2.15	1.78	—
有形净值债务率[%]	251.20	262.35	279.95	283.12
担保比率[%]	4.83	0.78	0.86	0.85
毛利率[%]	56.95	52.88	52.71	56.28
营业利润率[%]	24.28	48.62	35.18	35.69
总资产报酬率[%]	4.55	6.38	5.12	—
净资产收益率[%]	4.62	12.02	7.66	—
净资产收益率*[%]	2.14	12.81	6.10	—
营业收入现金率[%]	99.52	101.12	102.09	100.47
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	79.66	76.13	74.95	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	9.26	8.51	8.29	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-26.55	3.75	6.06	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-3.09	0.42	0.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.17	3.06	2.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.12	—

注：表中数据依据粤路建经审计的 2015-2017 年度财务数据及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方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 上半年度
资产总额 [亿元]	3247.18	3598.02	3725.57	3935.05
货币资金 [亿元]	168.60	258.75	195.60	338.92
刚性债务[亿元]	2083.26	2255.73	2311.69	2494.50
所有者权益 [亿元]	872.20	1009.18	1085.41	1109.02
营业收入[亿元]	413.12	432.73	451.59	234.27
净利润 [亿元]	37.58	50.51	59.20	26.24
EBITDA[亿元]	186.36	218.61	263.70	—
经营性现金净流量[亿元]	160.37	166.34	205.17	120.40
投资性现金净流量[亿元]	-363.66	-225.82	-227.95	-128.58
资产负债率[%]	73.14	71.95	70.87	71.82
长短期债务比[%]	563.30	570.90	519.01	588.98
权益资本与刚性债务比率[%]	41.87	44.74	46.95	44.46
流动比率[%]	84.03	100.43	77.40	117.64
速动比率 [%]	59.17	81.23	58.47	94.79
现金比率[%]	47.20	67.07	46.00	82.71
利息保障倍数[倍]	1.11	1.35	1.65	—
有形净值债务率[%]	362.55	358.14	345.96	359.92
担保比率[%]	14.13	16.45	15.29	14.96
毛利率[%]	36.53	36.36	37.16	35.39
营业利润率[%]	13.49	16.17	17.93	16.58
总资产报酬率[%]	3.77	3.86	4.18	—
净资产收益率[%]	4.48	5.37	5.65	—
净资产收益率*[%]	3.32	4.32	4.32	—
营业收入现金率[%]	97.99	96.32	97.44	107.92
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	44.42	44.72	50.51	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	7.23	6.70	7.85	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-56.30	-15.99	-5.61	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.16	-2.40	-0.87	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.79	2.24	2.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.12	—

注：表中数据依据广东省交通集团经审计的 2015-2017 年度财务数据及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

附录六：

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+期末交易性金融资产余额+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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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

附录七：

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性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券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。