

2019 年广东省公路建设有限公司公司债券

跟踪评级报告

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100285】

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	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AAA	稳定	AAA	2019 年 6 月 20 日
首次评级:	AAA	稳定	AAA	2019 年 2 月 2 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	49.85	37.69	28.99
刚性债务	256.42	273.70	322.65
所有者权益	189.24	196.96	182.45
经营性现金净流入量	8.39	10.81	14.62
发行人合并数据及指标:			
总资产	725.27	755.89	798.16
总负债	522.24	554.26	593.07
刚性债务	486.26	507.01	548.38
所有者权益	203.04	201.63	205.10
营业收入	59.77	60.54	65.21
净利润	24.12	15.49	16.55
经营性现金净流入量	42.93	44.60	47.51
EBITDA	64.19	57.75	60.94
资产负债率[%]	72.01	73.32	74.30
长短期债务比[%]	832.91	779.47	803.07
权益资本与刚性债务比率[%]	41.75	39.77	37.40
流动比率[%]	108.35	98.40	77.91
现金比率[%]	101.49	80.16	59.64
利息保障倍数[倍]	2.15	1.78	1.61
EBITDA/利息支出[倍]	3.06	2.71	2.56
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.12	0.12
担保人数据(合并口径):			
所有者权益合计	1009.18	1085.41	1164.31
权益资本与刚性债务余额	44.74	46.95	46.04
比率[%]	16.45	15.29	14.25

注: 发行人数据根据粤路建经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。担保方数据根据广东省交通集团经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
林贊婧 lyj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广东省公路建设有限公司(简称粤路建、发行人、该公司或公司)及其发行的 19 粤路建的跟踪评级反映了 2018 年以来粤路建在外部环境、路产质量、资金回笼、股东支持及外部融资渠道等方面保持优势,同时也反映了公司在新通车路段效益、负债经营程度、资本支出等方面继续面临压力。

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,良好的经济发展态势为省内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;跟踪期内通行费业务资金回笼能力强,经营环节资金持续大规模净流入,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,可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。**跟踪期内，粤路建路产收费对核心路产依赖程度高，核心路产基本处于饱和状态，未来增长承压，新通车、在建的部分路产主要为非主干线路段，投运后培育期较长，路产效益释放存在不确定性。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，路产收费权及相关资产被抵质押规模较大，或将影响未来融资空间。
- **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。此外，其他平行路段优惠政策在短期内也会影响对控股路产产生分流影响。

➤ 未来展望

通过对粤路建及其发行的 19 粤路建主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 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 19 粤路建还本付息安全性极强，并维持 19 粤路建 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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年广东省公路建设有限公司公司债券（简称“19 粤路建”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 3 月末，该公司待偿债券本金余额为 75.00 亿元，存续期债券还本付息情况正常。公司于 2019 年 3 月公开发行了 15 年期 20 亿元的企业债券（简称“本期债券”），票面年利率为 4.62%，尚未还本付息。截至 2019 年 5 月末，云茂项目已使用本期债券资金 3.75 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况（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	
19 粤路建	20.00	15 年	4.62	2019-03-25	2034-03-25	

资料来源：粤路建

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；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。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新动能持续转换，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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，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协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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。人民币汇率稳中有升，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保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，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”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增速面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

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

A. 行业概况

近年来在大规模投资的带动下，我国交通运输业发展迅速，以公路建设为例，2016-2018年，我国公路建设完成投资额分别为1.80万亿元、2.12万亿元和2.13万亿元，同比分别增长8.9%、18.2%和0.40%，继2016-2017年大力度投资（2016-2017年合计投资额占“十三五”公路规划投资7.80万亿的50%），2018年公路投资增速明显放缓，2018年末全国公路总里程484.65万公里，其中高速公路里程14.26万公里。收费高速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，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%，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。

图表2. 我国收费公路投资规模与里程规模（单位：亿元，公里）

投资额	2015年末		2016年末		2017年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	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（2018年尚未披露）

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3. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2015年（末）	2016年（末）	2017年（末）
收费高速公路投资资本金	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4. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费高速公路	2015年	2016年	2017年
收费高速公路通行费收入	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。

2018 年 12 月，交通部公布《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，明确政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。并进一步提出省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。同时，为防止盲目投资建设，明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路。政策修订稿逐步释放的信号是有条件延长收费期限和实行养护管理收费，长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策方面，2015 年 5 月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（简称“《交通运输投融资意见》”）中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），鼓励和吸引社会资本投入，激发社会资本投资活力。此外，交通部提出探索设立交通产业投资基金，以财政性资金为引导，吸引社会法人投入，建立稳定的公路、水路交通发展的资金渠道。同时，鼓励民间资本发起设立用于公路、水路交通基础设施建设的产业投资基金，研究探索运用财政性资金通过认购基金份额等方式支持产业基金发展。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预〔2017〕97 号（简称“97 号文”），重点提出：（1）“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。（2）“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至 97 号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用 BOT 等经营性模式投资建设，另一种是由县级以上交通运输部门采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97 号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。（3）“收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划的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。2017年10月，广东省发行了全国首单地方政府收费公路专项债，而后包括海南省、河北省等多个省市及计划单列市先后发行了收费公路专项债券，2017-2018年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元和744.60亿元。

C. 竞争格局/态势

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

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

图表5. 收费公路上市公司经营财务表现（单位：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	净利润	经营性净现金流	资产	带息负债	资产负债率
601107.SH	四川成渝	744	35.68	480	59.69	37.66	9.01	26.20	362.04	176.00	58.89
600377.SH	宁沪高速	604	74.60	1235	99.69	54.11	44.76	57.15	481.63	168.05	39.05
600350.SH	山东高速	1243	63.35	510	68.29	49.48	36.26	38.91	685.96	330.42	57.26
600269.SH	赣粤高速	796	30.73	386	45.07	37.09	11.04	19.36	329.81	124.46	50.93
600548.SH	深高速	506	43.38	857	58.07	50.78	35.79	32.22	411.01	148.81	52.46
000900.SZ	现代投资	338	25.09	740	118.61	14.56	9.56	23.85	247.07	118.89	60.82
600020.SH	中原高速	806	48.02	548	57.76	51.72	8.04	46.10	501.48	304.76	77.64
600033.SH	福建高速	282	26.20	930	26.63	61.17	9.58	19.12	172.99	45.17	36.05
600012.SH	皖通高速	577	27.24	470	29.67	56.76	10.97	18.08	147.80	19.49	28.41
000429.SZ	粤高速A	154	31.16	2020	32.19	60.26	19.03	19.16	162.96	54.82	38.35
600035.SH	楚天高速	415	13.70	330	30.70	35.38	4.41	6.02	108.97	35.01	42.81
001965.SZ	招商公路	880	50.15	570	67.59	44.93	43.71	36.83	840.84	250.34	40.77
000548.SZ	湖南投资	62	1.81	290	2.99	59.38	0.31	0.65	21.32	0.01	23.20
600368.SH	五洲交通	257	11.14	430	18.19	50.70	4.05	15.01	106.03	55.16	66.68
000828.SZ	东莞控股	56	12.27	2190	16.24	65.24	10.52	22.29	110.09	34.18	40.72

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	净利润	经营性净现金流	资产	带息负债	资产负债率
601518.SH	吉林高速	152	8.51	560	8.51	63.51	2.41	5.79	66.67	23.92	42.69
600106.SH	重庆路桥	16	2.35	1470	2.40	85.00	2.25	1.08	65.21	27.71	45.81
601188.SH	龙江交通	133	3.90	290	6.99	50.91	3.20	4.91	51.27	0.00	16.00
000755.SZ	山西路桥	79	8.46	1070	16.07	31.89	0.46	7.72	91.81	50.43	88.60

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算（数据时间节点为2018年（末）；深高速通行费收入不包括南光高速、盐排高速和盐坝高速。）

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业经营和财务稳健性或产生影响。收费公路行业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，多元化带来的风险不容低估。

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

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

（3）区域经济环境

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、货运量保持较大体量，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。2016-2018年，广东省地区生产总值分别为8.07万亿元、8.97万亿元和9.73万亿元，占国内生产总值的比重分别为10.85%、10.93%和10.80%；同期，全省地区生产总值增速分别为7.5%、7.5%和6.8%，分别高于全国平均增速0.8个百分点、0.6个百分点和0.2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。三次产业结构由2016年的4.4:43.5:52.1调整为2018年的4.0:41.8:54.2，第三产业增加值对地区生产总值增长的贡献率达54.2%，较上年提升0.6个百分点。

图表6. 广东省国民经济发展状况（单位：%）

指标	2016年		2017年		2018年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	80666.72	7.5	89705.23	7.5	97277.77	6.8
第一产业增加值（亿元）	3500.49	3.1	3611.44	3.6	3831.44	4.2
第二产业增加值（亿元）	35109.66	6.1	38008.06	6.5	40695.15	5.9
工业增加值（亿元）	32650.89	6.2	35291.83	6.8	-	5.9
第三产业增加值（亿元）	42056.57	9.2	48085.73	8.7	52751.18	7.8
人均地区生产总值（元）	73844	6.2	80932	6.0	86412	--
社会消费品零售总额（亿元）	34739.00	10.2	38200.07	10.0	39501.12	8.8
固定资产投资额（亿元）	33008.86	10.0	37477.96	13.5	35286.84	10.7
房地产开发投资额（亿元）	10307.80	20.7	12075.69	17.2	14412.19	19.3
进出口总额（亿美元） ¹	9552.86	-6.6	10066.80	5.4	71618.35	5.1
城镇常住居民人均可支配收入（元）	37684	8.4	40975.1	8.7	44341	8.2

资料来源：广东省统计年鉴、统计公报及统计概要

从区域发展战略规划看，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。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；2018年2月国务院正式印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》。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，广东省有望形成新一轮对外开放格局，有助于提升区域产业结构及质量，区域发展潜力可期。

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2018年末全省高速公路通车总里程达9003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

¹ 2018年进出口总额单位为亿元，增速亦是人民币计价下的增速。

公路交通运输货物周转量和旅客周转量保持较大体量，2018年广东省公路完成货物周转量3888.32亿吨公里，同比增长6.9%；完成旅客周转量1120.71亿人公里，同比减少0.8%，2018年降幅主要系铁路和民航等其他运输方式分流所致。未来随着高速铁路网的不断完善和民航线路不断优化，或将对省内高速公路网进一步产生竞争分流影响。

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。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为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；跟踪期内，随着道路折旧、养护、专项维修支出增长，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，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，其核心路产主要布局于广东省珠江三角洲。2018年营业收入为65.21亿元，同比增长7.71%，其中通行费收入64.30亿元，同比增长7.97%，为营业收入最主要来源。同期综合毛利率为49.66%，较上年下降3.05个百分点，随着道路折旧、养护、专项维修支出增加，同时新通车路产尚处于培育期，毛利率呈下降趋势，但盈利水平尚处于行业中上水平。

图表7. 公司营业收入、占比及毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	59.77	100.00%	60.54	100.00%	65.21	100.00%
通行费业务	58.52	97.91%	59.55	98.36%	64.30	98.60%
其他	1.25	2.09%	0.99	1.64%	0.91	1.40%
毛利率	52.88%		52.71%		49.66%	
通行费业务	52.92%		52.80%		49.74%	
其他	51.31%		47.41%		43.86%	

注：根据粤路建提供的数据绘制（四舍五入存在尾差，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）

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

2018年末，该公司控股路产收费里程631.99公里，2019年4月在建路段高恩高速和虎门二桥完工投运，截至2019年5月末控股路产收费里程较上年末增加56.53公里至688.52公里，占广东省高速公路里程近7.6%。公司旗下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8. 截至2019年5月末公司控股路产情况（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
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
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
小计	-	631.99	-
高恩高速	2019年4月3日	43.64	2019年-2044年
虎门二桥	2019年4月2日	12.89	2019年-2044年
合计	-	688.52	-

资料来源：粤路建

路产地位与效益

图表9. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2016年	2017年	2018年
年通行费收入（亿元）	58.52	59.55	64.30
年通行量（万辆）	38943	42323	47255
收费里程（公里）	631.99	631.99	631.99
单位公里年通行费收入（万元）	854.47 ²	942.20	1017.35

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。）

2018年该公司通行费业务收入为64.30亿元，同比增长7.97%，单位公里年通行费收入为1017.35万元/年/公里，属于行业前列。从各路段收费质量看，目前广深高速对通行费收入贡献最大，为公司核心路产；此外，江中高速、西二环南段和南环段路产效益较高，为收入与利润提供补充。

² 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 10. 公司主要高速公路资产及运营情况

路产名称	指标	2016 年	2017 年	2018 年
广深高速	通行费收入 (亿元)	32.51	34.41	33.43
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	2647.48	2802.12	2722.31
	年车流量 (万辆)	19006	20447	20371
江中高速	通行费收入 (亿元)	4.24	4.70	4.94
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	1058.10	1172.95	1232.84
	年车流量 (万辆)	4429	5228	5755
西部沿海高速新会段	通行费收入 (亿元)	0.52	0.51	0.45
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	329.81	325.67	287.36
	年车流量 (万辆)	353	371	630 ³
西部沿海高速珠海段	通行费收入 (亿元)	3.21	3.58	4.21
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	474.43	495.91	761.85
	年车流量 (万辆)	2979	3333	4078
西二环南段	通行费收入 (亿元)	3.65	4.79	7.08
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	861.03	1129.72	1669.81
	年车流量 (万辆)	3716	4457	5731
南环段	通行费收入 (亿元)	6.14	7.67	9.31
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	1222.98	1527.89	1854.58
	年车流量 (万辆)	3453	4439	5521
博深高速	通行费收入 (亿元)	4.26	4.85	5.95
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	674.51	767.16	941.16
	年车流量 (万辆)	2089	2609	3360
梅大高速	通行费收入 (亿元)	0.58	0.67	0.74
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	96.71	110.93	122.52
	年车流量 (万辆)	142	170.85	333
梅大高速公路东延线	通行费收入 (亿元)	0.12	0.12	0.13
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	47.82	47.90	51.90
	年车流量 (万辆)	45	48.52	84.00
江罗高速	通行费收入 (亿元)	0.31	4.83	5.89
	单位里程年通行费收入 (万元/公里)	110.71	345.00	420.71
	年车流量 (万辆)	231	1068	1392

资料来源：粤路建（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。）

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，2018 年广深高速通行费收入 33.43 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 2722.31 万元，路产效益处于行业超前列，2018 年路段通行费收入同比有所降幅系路段已基本处于饱和，加之 2018 年 3 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，行走或途经广深沿江高速深圳段的货车可享受通行费五折优惠，对广深高速产生一定分流。江中高速是粤西地区通往珠三角地区的主要交通枢纽，2018 年实现通行费收入 4.94 亿元，路产单公里年通行费收入 1232.84 万元，路产效益处于行业前列。

³ 西部沿海高速新会段 2016-2017 年车辆量统计口径为 3 个出入口量，2018 年统计口径为 4 个出入口量，故车流量大幅增长。西部沿海高速新会段因台风天鸽封路维修影响 2018 年一季度车流，加之自 2017 年 12 月起，受营改增按里程精确拆分影响，新会段按原按股权 17.76% 比例分配（阳江、台山、新会段）调减按 14.03% 分配，导致路段 2018 年通行费有所下滑。

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，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，2018年西二环南段实现通行费收入7.08亿元，路产单公里年通行费收入1669.81万元，路产效益处于行业前列；同期南环段实现通行费收入9.31亿元，路产单公里年通行费收入1854.58万元，路产效益处于行业前列。

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，2018年通行费收入5.95亿元，路产单公里年通行费收入941.16万元，路产效益处于行业较前列。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的作用，2018年通行费收入5.89亿元，路产单公里年通行费收入420.71万元，处于行业中等水平，该路段通车时间短，需持续观察效益释放水平。此外，梅大高速和梅大高速公路东延线同为近期新通车路产，尚处于培育期，路产效益的释放存在一定不确定性。

免收通行费等政策性因素对路段通行费收取产生影响，该因素属于收费公路行业内企业非可控力。2018年该公司免收通行费规模5.72亿元，其中节假日免收通行费3.64亿元；绿色通道免收通行费1.41亿元。

图表 11. 通行费免收费情况（单位：亿元）

免收通行费	2016年	2017年	2018年
节假日	2.82	3.32	3.64
绿色通道	1.03	1.40	1.41
其他	0.23	0.21	0.67
合计	4.08	4.93	5.72

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，但控股路产中超过40%里程路段为2013年后通车（加之2019年初新通车两条路段），多处于培育期，关注新通车路产效益。

收费标准

该公司控股高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家和广东省政府决定，公司基本无自主权。跟踪期内，控股路段收费标准暂无变化。

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2019年3月末，在建高速公路项目3个，概算总投资约314.47亿元，已累计完成投资183.90亿元，虎门二桥和高恩项目基本为尾款投资，在建项目投资仍集中在云茂项目，未来仍面临一定的资本支出压力。

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2019年3月末已投资92.47亿元；虎门二桥项目资本

金为 27.96 亿元，全部为公司自筹，同期末已到位 26.50 亿元。虎门二桥已于 2019 年 4 月通车运行，收费期 25 年（2019-2044 年）。

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，项目主线全长 129.70 公里，采用四车道高速公路标准，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，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⁴资金解决。2016-2018 年公司收到省/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 2019 年 3 月末，云茂项目累计投资 59.43 亿元，2019-2020 年仍为集中投建期。

图表 12. 2019 年 3 月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/已通车时间	运营期限
							2019 年 4-12 月	2020 年		
虎门二桥	12.89	111.84	27.96	26.50	2013.12-2019.04	92.47	8.10	-	2019.4	25 年
高恩项目	43.11	46.96	16.44	11.50	2015.10-2019.04	32.00	1.00	3.00	2019.4	25 年
云茂项目	129.70	155.67	62.27	22.03	2017-2020	59.43	32.60	64.64	2020.12	25 年
合计	185.70	314.47	106.67	60.03	-	183.90	41.70	67.64	--	--

资料来源：粤路建（虎门二桥和高恩项目严格控制概算，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。）

该公司控股股东广东省交通集团有限公司（简称“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。

管理

跟踪期内，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，产权状况及治理结构未发生重大变化。

截至 2018 年末，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。产权状况详见附录一。

2019 年 1 月 28 日，根据该公司关于董事长发生变动的公告，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 4 月末，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。

⁴ 即总投资的 8%（项目资本金）由公司自筹。

根据该公司提供的 2019 年 5 月 14 日《企业信用报告》和 2018 年度审计报告披露信息，公司信用记录正常，暂无债务违约记录。

截至 2019 年 6 月 3 日，根据国家企业信用信息公示系统、全国法院被执行人信息查询网及天眼查，该公司本部和子公司（广深珠高速公路有限公司、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）暂无重大经营异常。

财务

跟踪期内，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

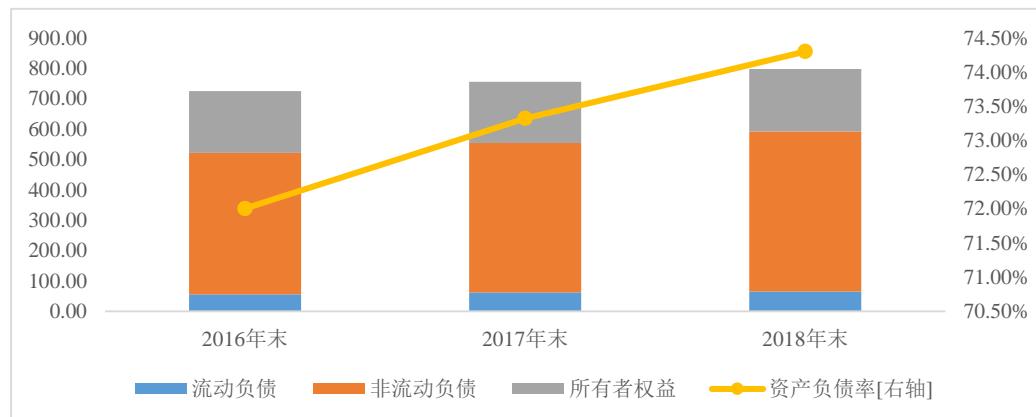
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2018 年，该公司吸收合并原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），截至 2018 年末公司合并范围共 5 家子公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

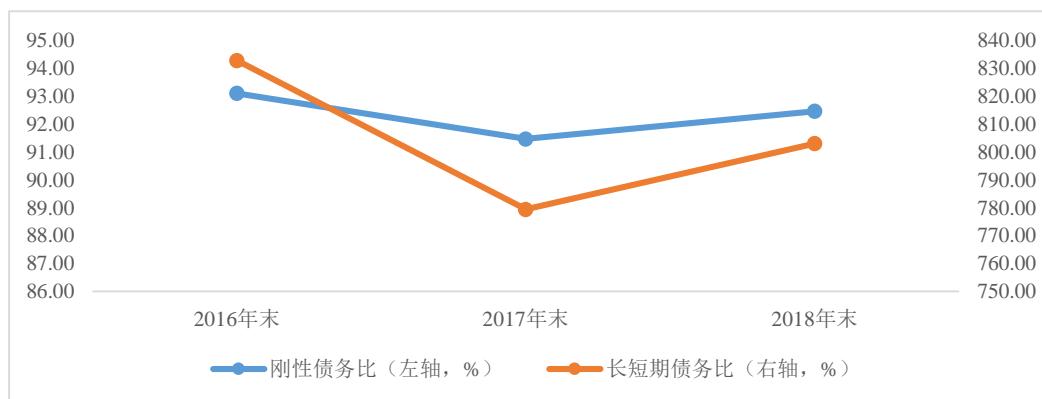
受益于股东及政府支持，该公司资本实力不断增强，2018 年末所有者权益 205.10 亿元，较上年末增长 1.72%，其中实收资本和资本公积合计 129.46 亿元（占权益资本比重 63.12%），较上年末增长 3.28%，增幅系子公司收到罗定市人民政府拨入项目资本金 1.59 亿元、茂名市人民政府拨入项目资本金 2.59 亿元，合计 4.18 亿元所致。同期末未分配利润 27.32 亿元，较上年末增长 10.37%，良好的业绩经营带来权益资本的有效积累，当期公司对所有者（或股东）的利润分配为 8.83 亿元，未来若进行大规模利润分配，或将对所有者权益的稳定性造成一定影响。

图表 13. 公司财务杠杆变化情况 (单位: 亿元)


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。2018年末负债总额 593.07 亿元, 较上年末增长 7.00%, 资产负债率 74.30%, 较上年末上升了 0.98 个百分点, 财务杠杆偏高。考虑到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。

从负债期限结构来看, 2018年末该公司长短期债务比 803.07%, 债务以非流动负债为主, 符合收费公路行业资本投资收回时间长等行业特性。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, 刚性债务总额为 548.38 亿元, 占负债总额比重 92.46%, 较上年末增长 8.16%; 应付账款余额 21.93 亿元, 主要为项目未结算款和工程进度款, 较上年末增长 5.88%; 其他应付款(不含应付股利和应付利息)余额 15.71 亿元, 主要为应付工程质量保证金(6.44 亿元)、应付工程履约保证金(3.79 亿元)、其他暂收应付款(3.13 亿元)及集团控股关联方往来款(1.26 亿元)等, 较上年末增长 10.88%。

图表 14. 公司债务结构及核心债务


核心债务	2016年末	2017年末	2018年末
刚性债务(亿元)	486.26	507.01	548.38
应付账款(亿元)	16.87	20.71	21.93
其他应付款(亿元)	16.57	14.17	15.71
刚性债务占比(%)	93.11	91.47	92.46
应付账款占比(%)	3.23	3.74	3.70
其他应付款占比(%)	3.17	2.56	2.65

资料来源: 粤路建 (表格列示的其他应付款为剔除应付股利和应付利息后的净额)

2018年末，该公司刚性债务总额548.38亿元，其中短期刚性债务21.49亿元，较上年末增长31.49%，短期刚性债务现金覆盖率为182.21%，现金类资产对短期债务偿付的保障能力强，即期债务偿付相对较小；中长期刚性债务526.88亿元，较上年末增长7.38%，包括长期借款、应付债券和融资租赁款。

图表 15. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016年末	2017年末	2018年末
短期刚性债务合计	20.66	16.35	21.49
其中：短期借款	5.35	0.50	0.00
一年内到期长期借款	7.92	10.25	18.27
其他短期刚性债务	7.39	5.60	3.23
中长期刚性债务合计	465.61	490.66	526.88
其中：长期借款	408.16	432.93	471.43
应付债券	55.00	55.00	55.00
其他中长期刚性债务	2.45	2.72	0.45
融资成本（年化，%）	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）

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。刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2018年末银行借款余额为471.43亿元，主要由质押借款构成。长期借款中，质押借款为431.96亿元，占长期银行借款的比重为91.63%，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，银行借款主要为公司本部及下属子公司借款，其中本部刚性债务为322.65亿元，占刚性债务总额比重为58.84%。

图表 16. 公司 2018 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	--	18.27	19.47	1.20-4.20%
质押借款	--		431.96	3.30-4.90%
保证借款	--		20.00	6.00-6.55%
合计	--	18.27	471.43	--

资料来源：粤路建

对外担保方面，截至2018年末，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，对外担保规模小，或有负债风险较可控。

（2）现金流分析

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，2018年营业收入现金率为101.17%，经营活动产生的现金流量净额47.51亿元，经营现金流量主要来自通行费收入。

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，2018 年 EBITDA 为 60.94 亿元，EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数 2.56 倍，EBITDA 对利息支出可形成有效保障，EBITDA 对刚性债务覆盖倍数 0.12 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度偏弱。

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入现金率（%）	101.12	102.09	101.17
业务现金收支净额（亿元）	42.60	43.88	46.73
其他因素现金收支净额（亿元）	0.33	0.72	0.78
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	42.93	44.60	47.51
EBITDA（亿元）	64.19	57.75	60.94
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.12	0.12
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.06	2.71	2.56
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	76.13	74.95	73.84
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.51	8.29	8.28

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。

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，投资环节现金流出较大，2018 年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-62.01 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，当期取得投资收益收到的现金 5.36 亿元，同期收回投资与投资支付净额 3.65 亿元。综上投资动态，2018 年投资活动产生的现金流量净额-57.58 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 18. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
收回投资与投资支付净流入额	12.95	3.40	3.65
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	-49.37	-46.66	-62.01
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.40	2.27	0.79
投资环节产生的现金流量净额	-40.81	-40.99	-57.58

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。2018 年吸收投资收到的现金 4.18 亿元，主要为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，当期权益类净融资额-17.88 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，同期债务类净融资额 16.63 亿元。综上动态，2018 年筹资活动产生现金流量净额-1.29 亿元。

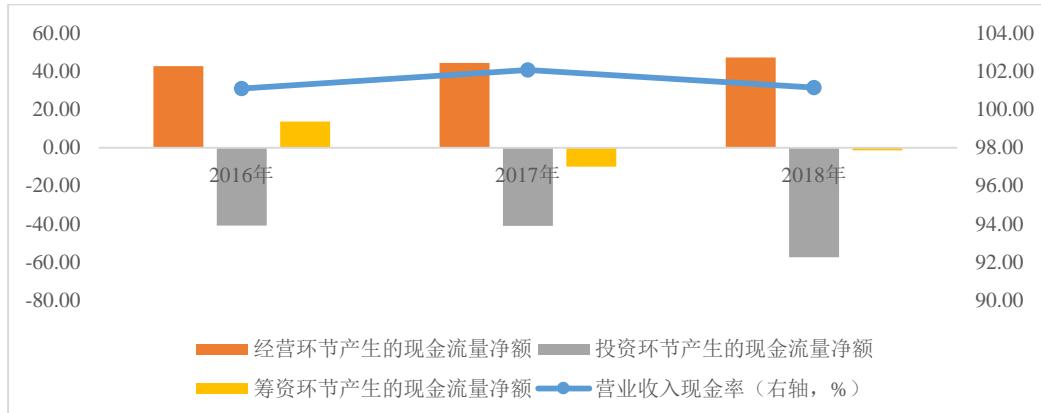
图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	-17.33	-7.27	-17.88

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
债务类净融资额	31.28	0.74	16.63
其中：现金利息支出	20.62	21.23	23.36
其他与投资活动有关现金净额	-0.12	-3.37	-0.04
筹资环节产生的现金流量净额	13.83	-9.91	-1.29

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

图表 20. 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 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	60.65	62.01	51.16
其中：现金类资产（亿元）	8.36	8.20	6.41
应收账款（亿元）	56.82	50.52	39.16
预付款项（亿元）	0.47	0.66	0.85
其他应收款（亿元）	0.03	8.62	9.92
其他流动资产（亿元）	3.27	2.20	1.20
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.04	0.00	0.00
其中：固定资产（亿元）	664.62	693.88	747.00
在建工程（亿元）	91.64	91.80	93.59
长期股权投资（亿元）	412.86	394.35	506.15
长期应收款（亿元）	171.49	224.65	159.25
其他非流动资产（亿元）	63.33	64.78	66.87
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.90	3.90	3.90
受限资产账面余额/总资产（%）	8.20	1.53	6.46
期末全部受限资产账面金额（亿元）	546.86	571.11	653.39
受限资产账面余额/总资产（%）	75.40	75.55	81.86

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

2018 年末，该公司资产总额 798.16 亿元，较上年末增长 5.59%，其中非流动资产 747.00 亿元，较上年末增长 7.66%，占资产总额的比重为 93.59%，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 2018 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；长期股权投资为 66.87 亿元，较上年末增长 3.23%，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 5.31 亿元(主要来自虎门大桥和粤高速 A)；固定资产为 506.15 亿元，较上年末增长 28.35%，主要为公路及构筑物，增幅来自江罗高速项目转固；期末公司在建工程为 159.25 亿元，较上年末减少 29.11%，余额主要为虎门二桥项目、高恩高速公路项目和云茂项目投资推进等。此外其他非流动资产 6.46 亿元，较上年末增长 320.82%，增幅来自待抵扣待认证增值税进项税和对外委托贷款（公司向广东肇阳高速公路有限公司发放委托贷款）。

截至 2018 年末，该公司流动资产主要由货币资金和预付账款构成，其中货币资金为 39.16 亿元，较上年末减少 22.47%，降幅系上缴广东省交通集团以前年度现金股利所致，受限货币资金为 0.63 亿元，受限比例较小，现金类资产为短期刚性债务偿付提供有效保障；期末预付款项 9.92 亿元，较上年末增长 15.07%，主要为预付工程款。

(4) 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	108.35	98.40	77.91
速动比率（%）	108.25	84.69	62.77
现金比率（%）	101.49	80.16	59.64
短期刚性债务现金覆盖率（%）	275.06	309.04	182.21

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，2018 年末流动比率和速动比率分别为 77.91% 和 62.77%，资产流动性账面指标较弱。

现金类资产方面，该公司货币资金储量较大，且受限规模小，2018 年末现金比率 59.64%，短期刚性债务现金覆盖率 182.21%，现金类资产对即期债务偿付提供有效保障，短期刚性债务偿付压力较小。

资产受限方面，截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 653.39 亿元，受限比率为 81.86%，资产受限比例较大，并主要是收费权质押，整体资产流动性较弱。

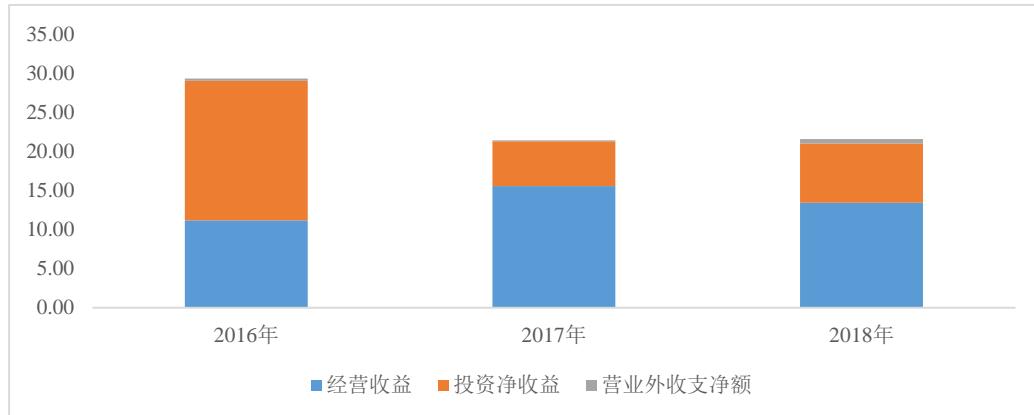
图表 23. 所有权和使用权受到限制的资产情况（单位：亿元）

项 目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.63	通行费清算账户
固定资产	430.13	收费权质押（其中：西二环高速公路 65%、江罗高速公路 75%、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	157.27	收费权质押（其中：虎门二桥高速公路 100%、高恩高速 65%、云茂高速 60%）
其他	65.37	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 24. 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, 营业收入中 97% 以上来自通行费收入。2018 年营业收入 65.21 亿元, 同比增长 7.71%, 随着路产折旧、养护费用等增长, 毛利水平有所下滑, 同期毛利率 49.66%, 经营收益 13.45 亿元, 主业经营积累能力较强。

图表 25. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计 (亿元)	59.77	60.54	65.21
其中: 通行费业务 (亿元)	58.52	59.55	64.30
毛利 (亿元)	31.61	31.91	32.38
其中: 通行费业务 (亿元)	30.97	31.44	31.98
毛利率 (%)	52.88	52.71	49.66
其中: 通行费业务 (%)	52.92	52.80	49.74
期间费用率 (%)	33.53	27.14	30.53
其中: 财务费用率 (%)	29.14	23.40	27.05
全年利息支出总额 (亿元)	20.97	21.30	23.84
其中: 资本化利息数额 (亿元)	5.30	4.76	6.97
通行费收入利息覆盖倍数 (倍)	2.79	2.80	2.70

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, 前期债务资金大量投入, 高负债经营且刚性债务不断增长, 加之项目完工后利息费用化, 以财务费用为主的期间费用规模较大, 2018 年期间费用 19.91 亿元, 同比增长 21.17%, 期间费用率 30.53%; 其中因较大规模利息支出压力及当期汇兑损失 1.34 亿元, 财务费用同比增长 24.51% 至 17.64 亿元, 财务费用率 27.05%, 利息支出对利润的侵蚀影响较明显, 同时汇率波动形成的汇兑损益同样影响利润空间。

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, 2018 年利息支出 (含费用化和资本化利息支出) 合计 23.84 亿元, 其中资本化的利息支出 6.97 亿元。同期高速公路通行费收入 64.30 亿元, 对利息的覆盖倍数为 2.70 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，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 26. 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	2016 年	2017 年	2018 年
投资净收益	178725.36	57461.25	75652.50
其中：权益法核算的长期股权投资收益	33885.67	57643.55	75219.21
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	2.00
营业外收入	3803.75	1967.03	8632.85
其中：政府补助	2717.35	697.49	714.77

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（2018 年营业外收入大幅增长来自台风损失保险赔偿收入 6570 万，不具备持续性）

2018 年，该公司实现投资收益 7.57 亿元，同比增长 31.66%，收益主要来自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（分别为 1.46 亿元、1.85 亿元和 3.74 亿元），投资对象主要是收费公路企业，收益性相对稳定。同期，公司获得资产处置收益 1.28 亿元，主要系子公司广深珠高速公路有限公司因实施深圳市外环高速公路项目和深圳市沿江高速二期深中通道深圳侧连接线项目房屋征收需要，向深圳市政府转让土地和建筑物获得的用地补偿金。2018 年公司实现营业利润 21.01 亿元，净利润 16.55 亿元，同比增长 6.82%。同期净资产收益率和总资产报酬率分别为 8.14% 和 4.95%，资产收益质量一般。总体而言，随着路产效益持续释放，通行费收入稳定增长，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，主业经营将继续保持稳健态势。

图表 27. 公司主要盈利指标情况

年度	2016 年	2017 年	2018 年
营业利润率（%）	48.62	35.18	32.23
总资产报酬率（%）	6.38	5.12	4.95
净资产收益率（%）	12.02	7.66	8.14

资料来源：根据粤路建所提供数据整理、绘制

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，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。2018 年实现营业收入 65.21 亿元，其中通行费收入 64.30 亿元，单公里年通行费收入水平超过 1000 万，处于行业前列，当期经营积累保持一定规模达 13.45 亿元，实现净利润 16.55 亿元。同期经营活动产生现金净流入 47.51 亿元，且未来随着区域内及周边路网的进一步完善以及下属路产车流量的提升，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。

2018 年末，该公司货币资金余额 39.16 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 年末，公司合并口径已获得各商业银行授信额度为 908.91 亿元，其中已使用授信 469.70 亿元，未使用授信余额为 439.21 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 28. 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）	908.91	469.70	439.21
其中：国家政策性金融机构（亿元）	179.52	120.00	59.52
工农中建交五大商业银行（亿元）	614.75	295.81	318.94
其中：大型国有金融机构占比（%）	87.39	88.53	86.17

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（截至 2018 年末）

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。

附带特定条款的债项跟踪分析（外部担保）

本期债券（19 粤路建）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。

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 2018 年末，广东省交通集团经营管理（参控股及代管路段）的高速公路总里程达 6719 公里，占广东省高速公路通车总里程的 75%。2018 年新通车高速公路项目 6 个，包括湛徐高速徐闻港支线、港珠澳大桥珠海连接线、揭阳至惠州高速公路（二期）、仁化（湘粤界）至博罗公路（二期）、龙川至怀集公路（二期）和汕湛高速公路云浮至湛江段及支线工程（二期），新通车里程 551 公里。

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有很强的竞争优势。2018 年，广东省交通集团实现营业收入 468.12 亿元，同比增长 3.66%，其中通行费收入 322.00 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能释放水平。

图表 29. 广东省交通集团经营收益结构分析

经营收益结构	2017 年	2018 年
营业收入合计 (亿元)	451.59	468.12
其中: 车辆通行费业务	275.30	322.00
材料销售业务	26.68	34.29
客货运输业务	39.95	40.76
工程施工业务	85.30	39.08
服务区经营业务	13.02	16.16
毛利率 (%)	37.16	37.63
其中: 车辆通行费业务	48.58	49.37
材料销售业务	10.33	8.83
客货运输业务	24.39	18.28
工程施工业务	15.35	5.61
服务区经营业务	16.70	8.57
期间费用率 (%)	22.17	23.42
其中: 财务费用率 (%)	15.22	16.86
全年利息支出总额 (亿元)	92.68	103.73
其中: 资本化利息数额 (亿元)	21.61	25.54
通行费收入利息覆盖倍数 (倍)	2.97	3.10

资料来源: 根据广东省交通集团数据整理、计算 (工程施工业务降幅系原全资子公司广东省长大公路工程有限公司于 2018 年 8 月完成增资扩股后, 广东省交通集团持有其股权由 100% 将至 48.52%, 同时丧失对长大公司的控制权所致。)

项目建设方面, 广东省交通集团作为广东省重要交通基础设施建设主体, 承担省内高速公路投建任务, 其在路产建设面临较大的资本支出压力, 截至 2018 年末广东省交通集团账面在建工程共计 14 个重大项目, 合计预算投资规模达 1174.63 亿元, 期末累计账面投资 552.40 亿元。

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, 2018 年末负债总额为 2804.82 亿元, 较上年末增长 6.24%, 其中刚性债务为 2528.95 亿元, 较上年末增长 9.40%, 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, 2018 年末广东省交通集团所有者权益为 1164.31 亿元 (其中实收资本和资本公积合计 675.22 亿元), 较上年末增长 7.27%, 资产负债率为 70.67%, 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, 2018 年末广东省交通集团合并口径货币资金为 280.12 亿元 (受限规模 18.55 亿元), 现金比率和短期刚性债务现金覆盖率为 79.38% 和 252.05%, 2018 年经营活动现金流量净额 244.32 亿元。

作为广东省高速公路投资建设与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，其在建高速公路项目规模仍较大，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。

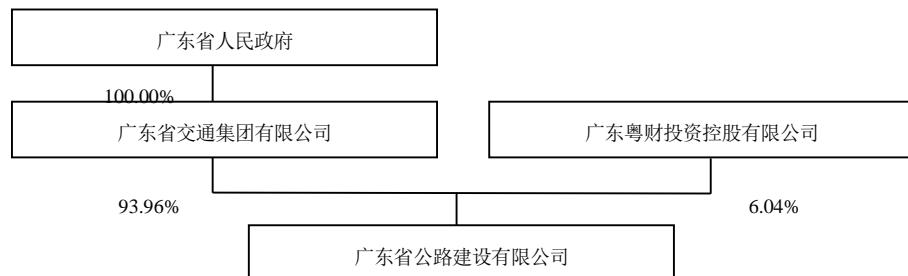
跟踪评级结论

跟踪期，该公司仍为广东省人民政府下属的国有企业，股权清晰，控股股东实力强。

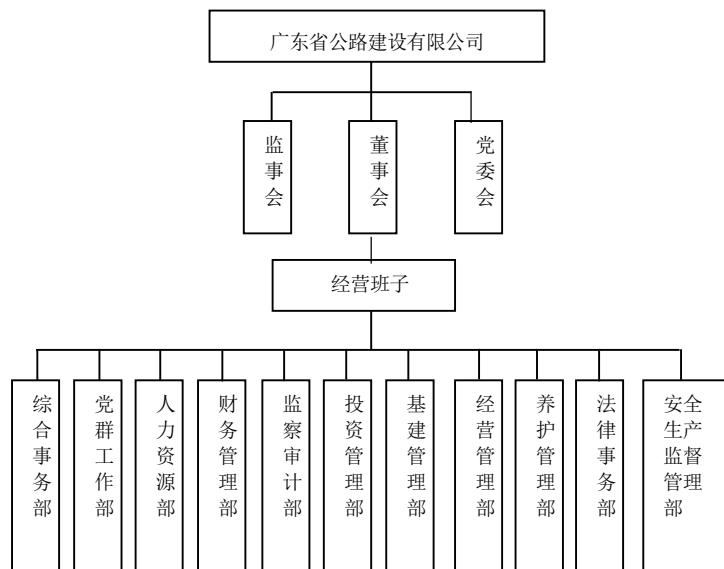
该公司控股路段均为经营性高速公路，且主要布局于广东省珠江三角洲，路段区位优势明显，其中广深高速为国家高速路网核心路段，路产质量优良，为公司提供稳定收入来源；但路产收费对核心路产依赖程度高，新通车、在建及拟建路产效益释放存在不确定性。由于高速公路建设累积较大规模债务，资产负债率处于较高水平，目前公司高速公路项目资金需求仍较大，面临一定资本支出压力。考虑到公司作为广东省内高速公路投建及运营的重要主体之一，在广东省省高速公路行业中处于重要地位，能获得政府和股东广东省交通集团在项目资本金和融资资金筹措等有力支持。

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，跟踪期内通行费收入稳步增长，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，可为即期债务偿付提供较强保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）负债经营程度较高，在建高速公路资本金到位及投融资安排情况；（2）利息支出压力及对利润的侵蚀情况；（3）新通车路产产能释放水平；（4）其他运输方式带来的竞争分流影响；（5）关注担保方信用质量。

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	2018年(末)主要财务数据(亿元)				
全称	简称			刚性债务 余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量
广东省公路建设有限公司	粤路建	本部 55.00 51.00 100.00 60.00 100.00	高速公路 投资、建设 和运营	322.65	182.45	17.67	18.46	14.62
广深珠高速公路有限公司	广深珠高速 公司			42.48	17.22	32.85	14.30	22.46
广东博大高速公路有限公司	粤博大公司			136.71	26.62	6.68	-7.03	4.49
广东高恩高速公路有限公司	粤高恩公司			17.62	10.50	--	--	--
广东江中高速公路有限公司	粤江中公司			5.60	11.69	5.10	0.78	3.41
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司			27.25	21.03	--	--	--

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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	725.27	755.89	798.16
货币资金 [亿元]	56.82	50.52	39.16
刚性债务[亿元]	486.26	507.01	548.38
所有者权益 [亿元]	203.04	201.63	205.10
营业收入[亿元]	59.77	60.54	65.21
净利润 [亿元]	24.12	15.49	16.55
EBITDA[亿元]	64.19	57.75	60.94
经营性现金净流入量[亿元]	42.93	44.60	47.51
投资性现金净流入量[亿元]	-40.81	-40.99	-57.58
资产负债率[%]	72.01	73.32	74.30
长短期债务比[%]	832.91	779.47	803.07
权益资本与刚性债务比率[%]	41.75	39.77	37.40
流动比率[%]	108.35	98.40	77.91
速动比率 [%]	108.25	84.69	62.77
现金比率[%]	101.49	80.16	59.64
利息保障倍数[倍]	2.15	1.78	1.61
有形净值债务率[%]	262.35	279.95	293.85
担保比率[%]	0.78	0.86	0.85
毛利率[%]	52.88	52.71	49.66
营业利润率[%]	48.62	35.18	32.23
总资产报酬率[%]	6.38	5.12	4.95
净资产收益率[%]	12.02	7.66	8.14
净资产收益率*[%]	12.81	6.10	7.55
营业收入现金率[%]	101.12	102.09	101.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	76.13	74.95	73.84
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.51	8.29	8.28
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.75	6.06	-15.64
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.42	0.67	-1.75
EBITDA/利息支出[倍]	3.06	2.71	2.56
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.12	0.12

注：表中数据依据粤路建经审计的 2016-2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	3,598.02	3,725.57	3,969.12
货币资金 [亿元]	258.75	195.60	280.12
刚性债务[亿元]	2,255.73	2,311.69	2,528.95
所有者权益 [亿元]	1,009.18	1,085.41	1,164.31
营业收入[亿元]	432.73	451.59	468.12
净利润 [亿元]	50.51	59.20	67.91
EBITDA[亿元]	218.61	263.70	296.59
经营性现金净流入量[亿元]	166.34	205.17	244.32
投资性现金净流入量[亿元]	-225.82	-227.95	-308.46
资产负债率[%]	71.95	70.87	70.67
长短期债务比[%]	570.90	519.01	693.24
权益资本与刚性债务比率[%]	44.74	46.95	46.04
流动比率[%]	100.43	77.40	108.21
速动比率 [%]	81.23	58.47	92.10
现金比率[%]	67.07	46.00	79.38
利息保障倍数[倍]	1.35	1.65	1.65
有形净值债务率[%]	358.14	345.96	334.46
担保比率[%]	16.45	15.29	14.25
毛利率[%]	36.36	37.16	37.63
营业利润率[%]	16.17	17.93	19.57
总资产报酬率[%]	3.86	4.18	4.44
净资产收益率[%]	5.37	5.65	6.04
净资产收益率*[%]	4.32	4.32	4.64
营业收入现金率[%]	96.32	97.44	107.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.72	50.51	62.64
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.70	7.85	8.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.99	-5.61	-16.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.40	-0.87	-2.36
EBITDA/利息支出[倍]	2.24	2.85	2.86
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.12

注：表中数据依据广东省交通集团经审计的 2016-2018 年财务数据整理、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+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流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+其他长期债务
 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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。