

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(2020) 100062】

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	2020 年 5 月 18 日
前次跟踪:	AAA	稳定	AAA	2019 年 6 月 20 日
首次评级:	AAA	稳定	AAA	2019 年 2 月 2 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	37.69	28.99	31.70	23.47
刚性债务	273.70	322.65	353.30	353.82
所有者权益	196.96	182.45	188.15	183.24
经营性现金净流入量	10.81	14.62	25.07	1.66
合并口径数据及指标:				
总资产	755.89	798.16	955.18	930.20
总负债	554.26	593.07	723.03	708.24
刚性债务	507.01	548.38	645.76	658.24
所有者权益	201.63	205.10	232.16	221.96
营业收入	60.54	65.21	90.79	6.61
净利润	15.49	16.55	13.78	-10.20
经营性现金净流入量	44.60	47.51	59.00	-6.17
EBITDA	57.75	60.94	78.96	—
资产负债率[%]	73.32	74.30	75.70	76.14
权益资本与刚性债务 比率[%]	39.77	37.40	35.95	33.72
流动比率[%]	98.40	77.91	102.65	136.48
现金比率[%]	80.16	59.64	53.50	61.45
利息保障倍数[倍]	1.78	1.61	1.55	—
净资产收益率[%]	7.66	8.14	6.30	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	74.95	73.84	72.33	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	0.67	-1.75	3.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	2.56	2.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.13	—
担保人数据(合并口径):				
所有者权益合计	1085.41	1164.31	1250.14	—
权益资本与刚性债务余 额比率[%]	46.95	46.04	47.73	—
担保比率[%]	15.29	14.25	13.27	—

注: 根据粤路建经审计的 2017-2019 年年报及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据广东省交通集团经审计的 2017-2019 年年报数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
林贻婧 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 2019 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政策变动、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良性支撑。
- **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,并主要布局广东省珠江三角洲,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;通行费业务资金回笼能力强,年度经营环节资金净流入量大,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,职能定位明确,可持续获得政府和股东广东省交通集团在项目资本金和融资筹措等方面有力支持。
- **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外部资金,融资渠道较为畅通,融资成本控制水平尚可;金融机构授信规模较大,可为即期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:

- **政策性风险。**收费公路行业的政策属性相当明显,行业对政策及细则变化的敏感度较高,行业内企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望,未

来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍有不确定性。

- **负债经营程度较高及资本支出压力。**高速公路建设累积较大规模债务，粤路建资产负债率较高，目前公司在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，或一定程度影响未来融资空间。
- **核心路段增长承压，新通车路产能释放存在不确定性。**粤路建的核心路产通行能力趋于饱和状态，未来增长承压，加之广东省包括珠三角区域内高速公路及铁路网络不断完善，或将对部分核心路段产生竞争分流影响。同时，公司新通车、在建的部分路产主要为非主干线路段，投运后培育期较长；加之短期内，公司拟将江中高速股权有偿划转出表，并拟无偿获取路段效益较低的罗阳高速，未来部分路产效益释放存在不确定性。

评级关注

- **疫情的影响。**2020 年新冠疫情期间，公众出行意愿下降、正常行车效率减缓，叠加春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至疫情防控结束等将对行业经营与现金流产生短期冲击，也将对粤路建 2020 年上半年度收益和现金流产生一定削弱影响；同时，关注中央及地方政府对此次疫情免收通行费的相关配套保障措施。

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 2019 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。

该公司 2010 年以来债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示，截至 2020 年 4 月末，公司存续债券余额为 75.00 亿元，付息情况正常。

图表 1. 公司存续债券概况（单位：亿元，年，%）

债项名称	起息日期	发行规模	当期余额	期限	票面利率（当期）	到期日期
19 粤路建债	2019-03-25	20.00	20.00	15	4.62	2034-03-25
15 粤路建	2015-12-11	15.00	15.00	15	4.25	2030-12-11
13 粤路建债	2013-03-29	20.00	20.00	15	5.44	2028-03-29
10 粤路建债	2010-07-16	20.00	20.00	15	4.65	2025-07-16
合计	--	75.00	75.00	--	--	--

资料来源：粤路建（数据截至 2020 年 4 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发

达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、

高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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）行业因素

国内收费公路网络不断完善，并提供相对透明、较稳定收入来源和较充沛现金流。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回收期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力；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突出，全行业还本付息将持续承压。2020 年因新冠疫情，公众出行意愿下降、正常行车效率减缓、春运返程无明显高峰期，叠加春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至疫情防控结束等让利惠民措施对行业经营产生明显短期冲击，对 2020 年第一季度现金流产生直接短期削弱影响，并跨季度影响第二季度经营水平。

行业概况

交通运输是国民经济发展的基础，是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件，对保障国民经济持续健康快速发展、人民生活改善具有十分重要的作用。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，2016-2019 年，我国公路建设投资累计完成额 8.25 万亿元（“十三五”公路规划投资 7.80 万亿元），已超额完成投资计划，细分项中高速公路仍为主力。随着高速公路建设推进，我国已建成世界最大的高速公路网络，高速公路通车里程从 2001 年末 1.94 万公里增至 2019 年末 14.96 万公里，我国公路网络不断延伸，“7918”¹国家高速公路网基本成形，截至 2019 年末，国家高速公路通车里程 10.86 万公里。

图表 2. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	124507.60	6.40%	132637.50	6.53%	137876.70	3.95%
收费公路：一级公路	23512.80	0.58%	20666.60	-12.10%	19592.30	-5.20%
收费公路：二级公路	21949.00	-4.02%	9549.70	-56.49%	9651.00	1.06%
收费公路：独立桥梁	963.60	-4.33%	779.10	-19.15%	818.40	5.04%
收费公路：独立隧道	159.20	-1.18%	103.70	-34.86%	133.00	28.25%
收费公路里程总计	171092.20	4.05%	163736.60	-4.30%	168071.40	2.65%

资料来源：各年收费公路统计公报（2019 年收费公路统计公报尚未披露）

收费公路投建及运营主体经营情况与区域内路网规划息息相关，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，其公路

¹ 《国家高速公路网规划》采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”。

投建及运营主体新建高速里程相对较小，但征拆迁等成本的攀升也带来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，同时因地形构造较复杂，建设成本通常较高，区域内投建主体面临较大的投融资压力。2018 年末全国收费高速公路债务余额 53666.19 亿元，其中年末银行贷款余额 45373.00 亿元，单公里债务余额达 3892 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率偏高；而后续对外筹融资需求仍较强烈，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	2016 年末	2017 年末	2018 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	21152.38	23230.55	24461.74
收费高速公路财政性资本金累计投入	11524.45	13132.04	13575.33
收费高速公路非财政性资本金累计投入	9627.94	10098.51	10886.40
收费高速公路投资银行贷款	44833.43	49091.03	53494.43
收费高速公路年末债务余额	45634.98	49867.38	53666.19
收费高速公路年末银行贷款余额	39365.54	43409.83	45373.00
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3665	0.3760	0.3892

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等（四舍五入存在尾差）

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，加之区域战略地位，较易获得地方政府和金融机构支持，降低企业的项目资金风险。但就目前而言，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，2016-2018 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3821.66 亿元、-3770.99 亿元和-3857.30 亿元，入不敷出局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。2020 年初新冠疫情影响下 2020 年全行业通行费收入规模将明显缩减，收入规模缩减将进一步加重刚性兑付的利息支出压力，届时年度收支缺口或将处于历史高位。

2016-2018 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 6570.07 亿元、6976.22 亿元和 7265.45 亿元，占收费高速公路总支出比重超过 80%，自 2014 年起，我国收费高速公路收费收入已难以覆盖行业债务本息，其中 2015-2018 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%和 48.36%，行业付息压力大，债务循环压力大。

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	2016 年	2017 年	2018 年
收费高速公路通行费收入	4181.32	4752.75	5168.38
收费高速公路支出	8002.97	8523.75	9025.69
还本付息支出	6570.07	6976.22	7265.45
偿还债务本金	4381.67	4603.73	4766.20
偿还债务利息	2188.40	2372.49	2499.24
收费高速公路收支平衡结果	-3821.66	-3770.99	-3857.30

收费高速公路	2016 年	2017 年	2018 年
单公里年通行费收入[万元/公里]	335.83	358.33	374.86
存量债务消化周期[年]	10.91	10.49	10.38
通行费收入利息覆盖水平[倍]	1.91	2.00	2.07
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	0.95	1.03	1.08
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.64	0.68	0.71

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

不同区域的收费公路发展趋势来看，东部地区大规模建设高峰已经过去，路网趋于稳定和完善，通行费收入随着交通量增长而增加，收费公路的偿债能力将不断增强，届时债务规模会逐步下降，收支趋于平衡，直到偿还全部债务，东部地区的债务清偿更多通过路段自身经营效益有效积累进行偿付。中西部地区建设规划任务仍旧繁重，增量债务叠加存量债务集中偿付，通行费收入规模预计不及国内主动脉收益贡献，收支平衡的实现难度偏大，中西部地区收费公路仅依赖于自身控股路产的效益释放或难以有效化解债务，一定程度上也更多依赖于政策导向及上级资金支持。

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。

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：“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。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。2017-2019年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元、744.60亿元和1525.51亿元。

收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度较高，企业面临政策管控的压力仍较大。往年春节假期收费公路免收小型客车通行费时间为7天，2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费免收费时间由7天增至16天；加之受疫情影响及防控措施相关要求，高速公路车流量恢复期拉长。交通运输部信息：2020年2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费；根据交通运输部《关于恢复收费公路收费的公告》，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费截止时间延长、疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费等收费政策对行业经营产生明显的短期削弱影响，且或将带来部分企业亏损。关注中央及地方政府对此次疫情免收通行费的相关补助政策和配套保障措施等其他相关形式支持。

此外，2020年初，全国各省交通运输厅等部门陆续出台地方收费公路车型分类及车辆通行费收费标准调整公告²，在不考虑车辆自然增长的基础上，此次收费标准和车型结构调整，或将带来收费公路行业内企业通行费业务收入的波动，该变动实际影响力度有待政策实施期间的持续观察，对疫情防控工作结束后，收费公路主体收费带来进一步不确定性。

竞争格局/态势

收费公路建设经营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 and 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

² 本次修订主要包括了对车辆类别体系重新划分，增加“专项作业车”大类，修订后的收费车辆将分为客车、货车和专项作业车三个大类。同时，新标准调整一类客车的分类限值：1类和2类客车分类界限值由核定载人数7人修订为9人；新标准中各类货车调整为均按总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类，并补充六轴以上货车分类规定，以及明确专项作业车分类规定。

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；（2）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，单公里收费水平、路产收费对利息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）对刚开始探索多元化且未形成多元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：公里，亿元，%）

简称	营业收入	毛利率	净利润	经营性净 现金流入	资产	带息负债	资产负债 率
招商公路	81.85	42.95	48.65	43.10	909.13	253.65	40.67
山东高速	74.45	53.03	30.66	55.01	803.60	352.97	57.21
深高速	61.86	43.43	25.36	17.51	449.24	145.77	53.87
四川成渝	64.08	38.94	11.30	18.29	377.20	165.53	57.18
粤高速 A	30.58	55.64	14.50	19.89	176.75	61.14	42.00
皖通高速	29.46	56.81	10.59	18.23	159.20	22.83	27.33
福建高速	29.04	62.69	10.81	17.90	171.72	38.39	31.67
赣粤高速	50.39	35.80	10.75	19.15	350.02	101.82	51.25
宁沪高速	100.78	54.59	43.00	57.63	556.25	144.67	41.24
吉林高速	7.81	53.86	1.87	4.80	65.12	21.66	38.84
现代投资	123.25	15.29	9.68	40.82	355.48	179.11	69.48
楚天高速	29.50	41.42	7.13	11.90	135.36	54.22	50.97
中原高速	63.86	55.23	14.68	32.36	488.13	304.97	75.00
龙江交通	10.31	48.98	4.32	5.70	52.10	0.00	10.82
五洲交通	21.47	45.16	8.64	9.33	109.42	51.44	61.11
东莞控股	16.40	66.51	10.75	14.91	118.01	28.77	37.27
山西路桥	8.84	59.21	1.50	4.79	85.53	48.75	85.79

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 2019 年（末）

风险关注

（1）**政策性风险**。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度较高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在一定不确定性。2020 年新冠疫情期间，春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费等措施对行业经营产生明显的短期冲击；后续待疫情有效控制和良性消退，国内公路客货运输需求释放并将恢复至常态，但我国收费公路经营企业主要为地方国有企业，而公路收费的社会影响面大，物流成本居高也是全社会长期以来高度关注的问题，关注后续道路收费优惠措施与政策变动。

（2）**收费公路行业面临收入增长趋缓及盈利空间收窄压力**。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回报期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力，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）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。对于收费公路发债主体而言，养护成本上升叠加资金成本，将加大收费公路经营企业总成本控制压力，但通行费收入环节受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

（3）行业债务循环和利息偿付继续承压，财务杠杆较高。收费公路行业存量债务规模大，通行费收入难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息；同时，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，全行业还本付息或将持续承压。收费公路行业因基建投资支出规模大，财务杠杆较高，未来行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务，财务杠杆或持续居高。

（4）多元化业务对收费主业经营和财务的波动影响。收费公路行业内部部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来的风险不容低估。

（5）不同区域高速公路主体信用质量分化。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，不同区域还本付息质量（债务化解）、收支平衡能力及发债主体信用质量的分化趋势将进一步显现。

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或将继续承压，且不同区域分化明显。

（3）区域市场因素

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。

2017-2019 年，广东省地区生产总值分别为 8.97 万亿元、9.73 万亿元和 10.77 万亿元，占国内生产总值的比重分别为 10.93%、10.80%和 10.87%；同期，全省地区生产总值增速分别为 7.5%、6.8%和 6.2%，分别高于全国平均增速 0.6 个百分点、0.2 个百分点和 0.1 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 2019 年的 4.0:40.5:55.5，第三产业增加值对地区生产总值增长的贡献率达 63.8%。

图表 6. 广东省国民经济发展状况（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	89705.23	7.5	97277.77	6.8	107671.07	6.2
第一产业增加值（亿元）	3611.44	3.6	3831.44	4.2	4351.26	4.1
第二产业增加值（亿元）	38008.06	6.5	40695.15	5.9	43546.43	4.7
工业增加值（亿元）	35291.83	6.8	--	5.9	--	4.6
第三产业增加值（亿元）	48085.73	8.7	52751.18	7.8	59773.38	7.5
人均地区生产总值（元）	80932	6.0	86412	--	94172	4.5
社会消费品零售总额（亿元）	38200.07	10.0	39501.12	8.8	42664.46	8.0
固定资产投资额（亿元）	37477.96	13.5	35286.84	10.7	--	11.1
房地产开发投资额（亿元）	12075.69	17.2	14412.19	19.3	15852.16	10.0
进出口总额（亿美元） ³	10066.80	5.4	71618.35	5.1	71436.80	-0.2
城镇常住居民人均可支配收入（元）	40975.1	8.7	44341	8.2	48118	8.5

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。

广东省高速公路网是中国华南地区最重要的交通网络系统，截至 2019 年末全省高速公路通车总里程达 9495 公里，居全国第一，全省 67 个县（市）实现“县县通高速”的目标。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，2019 年广东省公路完成货物周转量 4113.62 亿吨公里，同比增长 5.7%；完成营业性旅客周转量 1092.97 亿人公里，同比减少 2.5%，降幅主要系私家车、铁路、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

³ 2018-2019 年进出口总额单位为人民币亿元，增速亦是人民币计价下的增速。

速公路网进一步产生竞争分流。

依托全国重要交通枢纽地位，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 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。根据广东省交通运输厅披露《广东省高速公路网规划（2019-2035 年）环境影响报告书》：全省高速公路网规划总体布局以“十二纵八横两环十六射”为主骨架，七十条加密线和联络线为补充，形成以珠三角为核心，沿海城市、港口、机场和铁路枢纽为重点，支撑粤港澳大湾区深度合作发展、引领东西两翼及沿海经济带发展、快捷通达周边省区的高速公路网络；到规划期末（2035 年），全省高速公路总里程达到约 15000 公里。

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，控股核心路产质量优良，通行费为收入和利润主要来源，业务经营较稳健；2020 年因新冠疫情防控等政策性收费减免措施导致主业收入和利润明显缩减，并呈现短期季度亏损。后续高速公路项目投建仍持续推进，资金需求规模较大，公司未来面临仍投融资压力。

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。2017-2019 年及 2020 年第一季度，营业收入分别为 60.54 亿元、65.21 亿元、90.79 亿元和 6.61 亿元，其中通行费收入分别为 59.55 亿元、64.30 亿元、89.51 亿元和 6.58 亿元，为营业收入最主要来源。同期综合毛利率分别为 52.71%、49.66%、44.18%和-40.93%，因道路折旧、养护、专项维修支出增加、部分新通车路产尚处于培育期，加之省内路网不断完善带来一定分流影响，年度间毛利率呈下降趋势，2020 年因疫情防控免收通行费等政策致通行费收入大幅下滑，毛利呈现短期亏损。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
通行费业务	收费公路行业	广东省及过境车辆	规模/资本/资产/政策等

资料来源：粤路建

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	60.54	100.00	65.21	100.00	90.79	100.00	6.61	100.00	21.26	100.00
通行费	59.55	98.36	64.30	98.60	89.51	98.59	6.58	99.57	20.97	98.63
其他	0.99	1.64	0.91	1.40	1.28	1.41	0.03	0.43	0.29	1.37
毛利率	52.71		49.66		44.18		-40.93		48.33	
通行费	52.80		49.74		44.04		-40.46		48.31	
其他	47.41		43.86		54.01		-149.41		49.74	

资料来源：粤路建

路产规模

2019 年末，该公司控股路产收费里程 785.93 公里（含试运行路段），占广东省高速公路通车里程的 8.28%。2019 年初，因对广东广珠西线高速公路有限公司（简称“西线公司”）具备控制权并将西线公司纳入报表范围，新增广珠西线高速路段，2019 年 4 月高恩高速和虎门二桥完工试运行，期末控股路产收费里程较上年末增加 154.41 公里。公司旗下路产主要位于经济发达的珠江三角洲，并连接广州、深圳、珠海、东莞和佛山等地区重要交通动脉，区位优势明显。

图表 9. 截至 2019 年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	一期：2015 年 12 月 31 日 (约 28 公里)；二期： 2016 年 12 月 28 日	140.00	2015 年-2040 年
广珠西线高速公路	一期：2004 年 4 月 30 日 二期：2010 年 6 月 25 日 三期：2013 年 1 月 25 日	97.88	一期：2003 年-2033 年 二期：2010 年-2035 年 三期：2013 年-2038 年
试运行-高恩高速	2019 年 4 月 3 日	43.64	2019 年-2044 年
试运行-虎门二桥	2019 年 4 月 2 日	12.89	2019 年-2044 年
合计	-	785.93	-

资料来源：粤路建

路产地位与效益

图表 10. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
利润表收费里程（公里）	519.99	631.99	729.40	729.40
总收费里程（含试运行路段，公里）	631.99	631.99	785.93	785.93
利润表年通行费收入（亿元）	59.55	64.30	89.51	6.58
利润表单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1145.21	1017.35	1227.17	--
含试运行路段总通行费（亿元）	66.13	72.13	108.60	8.30
含试运行路段单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1046.38	1141.32	1381.80	--
总里程年通行量（万辆）	42323	47255	64443	4987

资料来源：根据粤路建提供资料整理、计算

2017-2019 年，该公司利润表通行费业务收入分别为 59.55 亿元、64.30 亿元和 89.51 亿元，2019 年因路产规模扩大，车流量和通行费明显增长；公司控

股路产单公里年通行费收入超过 1200 万元/年/公里，处于行业前列。从各路段收费质量看，目前核心路产广深高速对通行费收入贡献最大，占利润表通行费收入的 36%，江中高速、西二环南段、南环段及广珠西线高速路产效益偏高，为收入与利润提供进一步补充。

图表 11. 公司主要高速公路资产及运营情况（单位：亿元，万元/年/公里，万辆）

路产名称	指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
广深高速	通行费收入	34.41	33.43	32.25	2.21	7.74
	单位里程年通行费收入	2802.12	2722.31	2626.22	/	/
	年车流量	20447	20371	21737	1492	4791
江中高速	通行费收入	4.70	4.94	4.70	0.27	1.17
	单位里程年通行费收入	1172.95	1232.84	1172.95	/	/
	年车流量	5228	5755	5823	355	1411
西部沿海高速新会段	通行费收入	0.51	0.45	0.46	0.04	0.11
	单位里程年通行费收入	325.67	287.36	293.74	/	/
	年车流量	371	630 ⁴	658	37	157
西部沿海高速珠海段	通行费收入	3.58	4.21	4.85	0.42	1.07
	单位里程年通行费收入	495.91	583.18	671.84	/	/
	年车流量	3333	4078	4818	488	1060
西二环南段	通行费收入	4.79	7.08	6.40	0.38	1.58
	单位里程年通行费收入	1129.72	1669.81	1509.43	/	/
	年车流量	4457	5731	6010	364	1407
南环段	通行费收入	7.67	9.31	11.24	0.73	2.23
	单位里程年通行费收入	1527.89	1854.58	2239.04	/	/
	年车流量	4439	5521	6434	412	1334
博深高速	通行费收入	4.85	5.95	8.28	0.63	1.92
	单位里程年通行费收入	767.16	941.16	1309.71	/	/
	年车流量	2609	3360	4088	412	505
梅大高速	通行费收入	0.67	0.74	0.80	0.08	0.2
	单位里程年通行费收入	110.93	122.52	132.45	/	/
	年车流量	290	333	360	65	94
梅大高速公路东延线	通行费收入	0.12	0.13	0.13	0.01	0.03
	单位里程年通行费收入	47.90	51.90	51.90	/	/
	年车流量	81	84.00	90	23	23
江罗高速	通行费收入	4.83	5.89	7.94	0.89	2.02
	单位里程年通行费收入	345.00	420.71	567.14	/	/
	年车流量	1068	1392	1924	336	502
广珠西线高速公路	通行费收入	13.13	14.44	15.15	1.12	/
	单位里程年通行费收入	1341.44	1475.28	1547.81	/	/
	年车流量	7569	8666	9624	740	/
高恩高速	通行费收入	--	--	0.31	0.02	/
	单位里程年通行费收入	--	--	71.04	/	/

⁴ 西部沿海高速新会段 2016-2017 年车流量统计口径为 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。

路产名称	指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
	年车流量	--	--	126	29	/
	通行费收入	--	--	16.09	1.50	/
虎门二桥	单位里程年通行费收入	--	--	12482.54	/	/
	年车流量	--	--	2751	234	/

资料来源：粤路建

注：①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（高恩高速和虎门二桥分别于 2019 年 4 月 3 日、2019 年 4 月 2 日建成通车，根据会计核算办法，自通车之日起进入试运行，试运行期为两年。试运行期间发生的通行费收入和成本记入在建工程（试运行损益）；

注：②2019 年广深高速、江中高速及西二环南段车流量上升，而通行费收入下滑的主要原系平均单车车费减少，该类减少是因车型结构变化导致，即收费较少的短途车及小型客车增加，收费较多的货车车辆减少）。

广深高速由该公司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最主要的高速公路，2017-2019 年广深高速通行费收入分别为 34.41 亿元、33.43 亿元和 32.25 亿元，占利润表通行费收入分别为 57.78%、51.99%和 36.03%，路产单公里年通行费收入超过 2500 万元，路产效益处于行业超前列，近年来收入有所降幅系 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，并引起车型结构变化（短途与小型客车增加，货车车流量减少）。

江中高速由该公司子公司广东江中高速公路有限公司负责运营，江中高速是粤西地区通往珠三角地区的主要交通枢纽，2017-2019 年实现通行费收入分别为 4.70 亿元、4.94 亿元和 4.70 亿元，路产单公里年通行费收入近 1200 万元，路产效益处于行业前列；中江高速公路现状为双向四车道，目前车辆日趋饱和，子公司江中公司计划实施中江高速公路改扩建，拟将双向四车道扩建为双向八车道，目前尚处于工程可行性研究论证阶段。

西二环南段和南环段是广州绕城公路一部分，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和周边路网贯通效应逐步影响下，路段质量高，2017-2019 年西二环南段分别实现通行费收入 4.79 亿元、7.08 亿元和 6.40 亿元，路产单公里年通行费收入超过 1500 万元，路产效益处于行业前列；同期南环段分别实现通行费收入 7.67 亿元、9.31 亿元和 11.24 亿元，路产单公里年通行费收入超过 2000 万元，路产效益处于行业前列。

2019 年初，根据《关于将广东广珠西线高速公路有限公司纳入建设公司合并报表范围的说明》，该公司新增广珠西线高速，该路段又称珠江三角洲西岸干道，是珠江三角洲地区环线高速公路和广澳高速的组成部分，设计标准为双向六车道。2017-2019 年该路段分别实现通行费收入 13.13 亿元、14.44 亿元和 15.15 亿元，单公里年通行费收入近 1500 万元，路产效益处于行业前列，也为公司通行费现金流入提供新来源。

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，2017-2019 年分别实现通行费收入 4.85 亿元、5.95 亿元和 8.28 亿元，路产

单公里年通行费收入近 1300 万元，路产效益处于行业前列，2019 年通行费收入增幅较大系高速引车上路效果释放、沿线物流园与潼湖生态智慧区的建设与发展带动货车通行量增加，以及连接博深高速的新博高速于 2019 年通车进一步引导车流通行等综合因素所致。

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，2017-2019 年分别实现通行费收入 4.83 亿元、5.89 亿元和 7.94 亿元，路产单公里年通行费收入近 500 万元，处于行业中等偏上水平；2019 年通行费收入增幅较大系：①2018 年 9 月新阳高速在良洞互通接入江罗高速主线，江罗高速在分流佛开高速（沈海段）往返湛江、茂名、阳江等地的车流有明显上升；②云梧高速实施交通管制进行修路持续 62 天，期间车流分流至江罗高速；③旅游和地方经济的带动有效促进车流增加。此外，高恩高速（试运行）近期新通车，尚处于培育期，路产效益的释放存在一定不确定性；梅大高速、梅大高速公路东延线路段效益不高。

除了控股高速公路路产外，该公司控股桥梁类资产虎门二桥（双向八车道），虎门二桥于 2019 年 4 月通车试运行，2019 年收取通行费收入 16.09 亿元，日均车流量近 10 万，虎门二桥的通行进一步缓解虎门大桥超负荷运行的车流量，为广深增添一条快速通道，也将串联广州南沙自贸片区、东莞滨海湾新区和深圳大空港新城等重点发展片区。

2020 年初新冠疫情防控期间，根据交通运输部政策指导意见，春节假期收费公路免收小型客车通行费免收费时间增至 16 天；2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日，全国收费公路免收车辆通行费。政策性收费减免属于收费公路行业内企业非可控力，对行业经营产生明显短期削弱影响。该公司 2020 年第一季度通行费收入 6.58 亿元，较上年同期缩减 68.60%，各路段通行费收入与车流量同期相比均出现明显下滑。

收费标准

跟踪期内，该公司控股路产收费标准发生变化：2019 年 12 月根据广东省人民政府《关于调整收费公路车辆通行费计费方式的批复》，自 2020 年 1 月 1 日零时起，广东省省高速公路（含高速公路桥梁、隧道项目，港珠澳大桥主体工程除外）调整计费方式，统一执行新车辆通行费收费标准。

图表 12. 广东省高速公路客车新车型分类及收费系数表

客车类别	车辆类型	核定载人数	说明	收费系数
1 类	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm 且核定载人数不大于 9 人的载客汽车	1
2 类	中型	10-19	车长小于 6000mm 且核定载人数为（10-19）人的载客汽车	1.5
	乘用车列车	-	-	
3 类	大型	20~39	车长不小于 6000mm 且核定载人数不大于 39 人的载客汽车	2

客车类别	车辆类型	核定载人数	说明	收费系数
4 类		≥40	车长不小于 6000mm 且核定载人数不小于 40 人的载客汽车	3

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 13. 广东省高速公路货车新车型分类及收费系数

货车类别	总轴数（含悬浮轴）	车长和最大允许总质量	收费系数
1 类	2	车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg	1
2 类	2	车长不小于 6000mm 或最大允许总质量不小于 4500kg	2.1
3 类	3	--	3.16
4 类	4		3.75
5 类	5		3.86
6 类	≥6		4.09

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 14. 虎门二桥客车分段计费标准表

收费区间		东涌互通与南二环、广珠北段立交连接处	海鸥岛
		海鸥岛	沙田互通与广深沿江高速、番莞高速立交连接处
基本费率（元/标准车次）		18	24
主线收费里程（公里）		6.652	6.234
收费金额（元）	一类车	18.00	24.00
	二类车	27.00	36.00
	三类车	36.00	48.00
	四类车	54.00	72.00

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 15. 虎门二桥货车分段计费标准表

收费区间		东涌互通与南二环、广珠北段立交连接处	海鸥岛
		海鸥岛	沙田互通与广深沿江高速、番莞高速立交连接处
基本费率（元/标准车次）		18	24
主线收费里程（公里）		6.652	6.234
收费金额（元）	一类车	18.00	24.00
	二类车	37.80	50.40
	三类车	56.88	75.84
	四类车	67.50	90.00
	五类车	69.48	92.64
	六类车	73.62	98.16

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

资本投入

该公司作为广东省交通集团核心子公司之一，发展战略与股东发展战略保持一致，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 年末，公司主要在建项目为云茂高速，该路段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⁵资金解决。2016-2019 年公司获得省/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、4.18 亿元和 6.00 亿元（合计 27.03 亿元，其中省级资本金 15.25 亿元，市级资本金 11.78 亿元）。

2019 年 9 月 16 日，该公司与广东粤澳合作发展基金（有限合伙）、广东恒宁投资管理有限公司签订了合伙协议，协议约定广东恒宁投资管理有限公司（简称“恒宁投资”）作为普通合伙人、公司作为有限合伙人、广东粤澳合作发展基金（有限合伙）作为有限合伙人分别认缴出资 0.01 亿元、0.01 亿元和 15.88 亿元，成立广东恒茂四号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“恒茂四号”），由恒茂四号对公司全资子公司广东云茂高速公路有限公司（简称“云茂公司”）进行股权投资⁶，根据云茂高速项目的合作协议，广东粤澳合作发展基金（有限合伙）和恒宁投资的出资收益为 4.28%/年，广东粤澳合作发展基金（有限合伙）的投资期限计划为 7 年，经全体合伙人一致同意可以延长至 10 年，投资期满时，合伙企业进行清算并按照约定向各方分配基金财产。公司在广东粤澳合作发展基金投资期限届满之日支付份额收购基准价款及财产份额收购溢价款。截至 2019 年末，广东粤澳合作发展基金（有限合伙）通过恒茂四号向云茂公司注入资金 15.88 亿元，增资完成后，公司和恒茂四号分别持有云茂公司股权比例为 75.47%和 24.53%。

截至 2019 年末，云茂高速项目累计获得资本金共计 42.91 亿元；同期末该项目累计投资 92.53 亿元，2020 年仍为集中投建期。

图表 16. 2019 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
							2020	2021		
云茂高速	129.70	155.67	62.27	42.91	2017-2021	92.53	40.00	23.14	2021.6	25 年

资料来源：粤路建

该公司控股股东广东省交通集团是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，

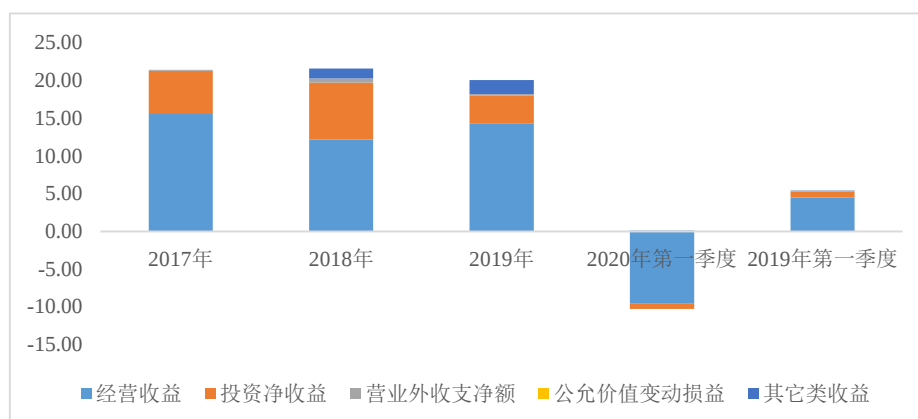
⁵ 即总投资的 8%（项目资本金）由公司自筹。

⁶ 恒茂四号与云茂公司签订增资扩股合同，合同约定恒茂四号不参与项目公司的战略决策和具体经营，自协议生效之日起至恒茂四号清算之日期间，恒茂四号拥有的股东权利（指表决权）委托公司行使；恒茂四号不参与项目建设，不承担云茂公司的生产经营责任和经营亏损。

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) 盈利能力

图表 17. 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，该公司以通行费业务为收入和经营收益主要来源。2017-2019 年及 2020 年第一季度，营业收入分别为 60.54 亿元、65.21 亿元、90.79 亿元和 6.61 亿元，其中通行费收入占比超过 98%；综合毛利率分别为 52.71%、49.66%、44.18%和-40.93%，经营损益分别为 15.55 亿元、12.16 亿元、14.32 亿元和-9.50 亿元，主业经营积累能力较强；2020 年初因新冠疫情政策性免收通行费等安排，2020 年第一季度通行费收入大幅缩减且形成经营损失。

图表 18. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 Q1	2019 年 Q1
营业收入合计（亿元）	60.54	65.21	90.79	6.61	21.26
其中：通行费业务（亿元）	59.55	64.30	89.51	6.58	20.97
毛利（亿元）	31.91	32.38	40.11	-2.71	10.28
其中：通行费业务（亿元）	31.44	31.98	39.42	-2.66	10.13
毛利率（%）	52.71	49.66	44.18	-40.93	48.33
其中：通行费业务（%）	52.80	49.74	44.04	-40.46	48.31
期间费用率（%）	27.14	30.53	27.53	102.36	26.86
其中：财务费用率（%）	23.40	27.05	24.17	91.57	23.72
全年利息支出总额（亿元）	21.30	23.84	27.27	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	4.76	6.97	5.16	--	--
利润表通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.80	2.70	3.28	--	--
含试运行路段通行费收入利息覆盖倍数（倍）	3.10	3.03	3.98	--	--

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，2017-2019 年及 2020 年第一季度期间费用分别为 16.43 亿元、19.91 亿元、25.00 亿元和 6.77 亿元，期间费用率分别为 27.14%、30.53%、27.53% 和 102.36%，利息支出对利润的侵蚀影响较明显，且 2020 年第一季度因收入下滑，利息支出侵蚀进一步凸显。

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，2017-2019 年利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 21.30 亿元、23.84 亿元和 27.27 亿元，高速公路通行费收入（含试运行路段）对利息的覆盖倍数分别为 3.10 倍、3.03 倍和 3.98 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，公司利息负担仍将加重经营压力。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	5.75	7.57	3.64	-0.79	0.83
其中：权益法核算的长期股权投资收益	5.76	7.52	3.52	未披露	未披露
营业外收入	0.20	0.86	0.44	0.08	0.05
其中：政府补助	0.07	0.07	0.23	未披露	未披露
其他收益	--	0.00	0.04	0.02	0.02
资产处置收益	--	1.28	1.84	--	--

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 0.66 亿元）。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资收益分别为 5.75 亿元、7.57 亿元、3.64 亿元和 -0.79 亿元，收益主要来自广东虎门大桥有限公司⁷、西线公司（2017-2018 年）和粤高速等获取的投资收益，投资对象主要是收费公路企业，2019 年投资收益下滑系因获取西线公司控制权而成为并表子公司所致，2020 年第一季度出现投资损失系政策性免收费导致投资对象亏损所致。2018-2019 年，公司获得资产处置收益分别为 1.28 亿元和 1.84 亿元，2019 年收益主要来自广深珠高速公路有限公司因新塘土地收储确认资产处置收益。2017-2019 年营业利润分别为 21.30 亿元、21.01 亿元和 19.85 亿元，净利润分别为 15.49 亿元、16.55 亿元和 13.78 亿元，同期净资产收益率分别为 7.66%、8.14% 和 6.30%；2020 年第一季度营业利润损失 10.27 亿元，净利润亏损 10.20 亿元，因新冠疫情政策性减免通行费导致收入明显下滑，加之成本费用持续支出，利润空间受冲击，出现暂时性季度亏损。

⁷ 参股桥梁虎门大桥效益优质，2017-2019 年虎门大桥通行费收入分别为 16.60 亿元、17.23 亿元和 10.68 亿元，2019 年出现明显降幅系：①虎门二桥于 2019 年 4 月 2 日通车，番莞高速于 2019 年 4 月 25 日通车，分流了原先行驶虎门大桥的车流；②2019 年 3 月 8 日至 2019 年 5 月 4 日虎门大桥实施限制 10 吨及以上货车通行；从 2019 年 8 月 2 日起虎门大桥限行货车和 40 座及以上客车；③2019 年 10 月 11 日至 12 月 11 日合计 62 天，虎门大桥部分车道封闭施工；④从 2019 年 7 月起，粤通卡通行优惠由 2%调整为 5%。

图表 20. 公司主要盈利指标情况

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
营业利润率 (%)	35.18	32.23	21.86	-155.34
总资产报酬率 (%)	5.12	4.95	4.81	--
净资产收益率 (%)	7.66	8.14	6.30	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理、绘制

(3) 运营规划/经营战略

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。2020 年是“十三五”规划收官之年，但受疫情影响，公司生产经营压力不减，当年工作主要计划持续推进云茂高速、广深高速新塘立交等项目建设，中江高速改扩建进行项目可行性研究并于计划年底开工，狮子洋大桥新建项目正在开展前期工作，2021 年将推进广深高速改扩建工作。

图表 21. 公司未来投融资规划

主导产品或服务	2020 年	2021 年
资本性支出计划 (亿元)	43.80	31.94
其中：云茂高速 (亿元)	40.00	23.14
广深高速新塘立交 (亿元)	3.00	8.00
莲花山过江通道 (亿元)	0.80	0.80
营运资金需求 (净额, 亿元)	8.50	13.18
融资安排 (净额, 亿元)	8.50	13.18
其中：权益类融资 (亿元)	--	--
债务类融资 (亿元)	8.50	13.18

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

短期内，该公司涉及重大股权转让及无偿划转事宜：

根据广东省交通集团有限公司（简称“广东省交通集团”）有限公司《关于启动将建设公司所持江中公司 51%的股权转让给新粤公司的通知》，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，公司将持有江中公司 51%股权转让给新粤有限公司（股东下属全资境外子公司）或其所属企业持有。该股权转让事项为有偿对价划转，股权转让尚未完成。待股权划转完成后，江中公司将不在合并报表范围，2017-2019 年江中高速实现通行费收入分别为 4.70 亿元、4.94 亿元和 4.70 亿元，路产单公里年通行费收入近 1200 万元。

根据广东省交通集团有限公司《关于启动将省高公司所持罗阳公司 51%股权无偿划转至建设公司的通知》，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将广东省高速公路有限公司持有的广东罗阳高速公路有限公司 51%股权无偿划转至该公司持有。罗阳高速收费里程 83.192 公里，通车时间 2016 年 11 月 28 日，收费期限为 2016 年 11 月 28 日-2042 年 11 月 28 日，2017-2019 年通行费收入分别为 0.57 亿元、1.02 亿元和 1.76 亿元，单公里年通行费收入近 210 万元，路产通车时间短，尚处于培育期，效益释放存在一定不确定性。

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 2019 年末，该公司实收资本为 88.27 亿元，其中广东省交通集团和广东粤财分别持股 93.96% 和 6.04%。2020 年初公司进行资本公积转增资本，实收资本和注册资本变更为 108.00 亿元，并于 2020 年 3 月完成工商变更登记，截至 2020 年 3 月末，广东省交通集团和广东粤财仍分别持股 93.96% 和 6.04%，实际控制人为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”）。产权状况详见附录一。

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，2019 年公司向关联方销售商品、提供劳务获取的关联收入为 0.18 亿元，公司向关联方购买商品、劳务的关联支出为 17.69 亿元，主要为向保利长大工程有限公司等支付关联方的工程款和材料款；关联担保方面，截至 2019 年末，控股股东广东省交通集团为公司提供担保金额共计 95.00 亿元，公司为广东利通置业投资有限公司提供担保金额 0.35 亿元。

资金拆借上，2019 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 3.575 亿元和 3.90 亿元，子公司广东江中高速公路有限公司和广东西部沿海高速公路珠海段有限公司向关联方借款余额分别为 0.97 亿元和 0.45 亿元。

图表 22. 2019 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	1.50	2017/12/12	2021/9/12	利率 4.275%
广东省公路建设有限公司		2.075	2019/6/14	2022/12/12	利率 4.75%
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，利率 5.44%
广东省公路建设有限公司	广东省高速公路发展股份有限公司	0.36	五年期		利率 3.915%
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	0.97	2017/5/12	2022/5/12	利率 3.828%
新粤（广州）融资租赁有限公司	广东西部沿海高速公路珠海段有限公司	0.45	2017/6/1	2020/5/25	利率 4.275%

资料来源：粤路建

截至 2019 年末，该公司关联方应付应收款见下表，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 1.07 亿元；长期应收款 3.90 亿元为公司将“13 粤路建债”募集资金转贷给广东罗阳高速公路有限公司。

图表 23. 截至 2019 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	预收款项	0.02
预付款项	0.15	应付账款	5.59
其他应收款	1.63	应付利息	0.003

应收项余额		应付项余额	
其他流动资产	0.76	其他应付款	3.29
长期应收款	3.90	长期借款	0.96
其他非流动资产	3.25	一年以内到期的非流动负债	0.46
-	-	长期应付款	0.41
合计	9.71	合计	10.74

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

根据该公司提供的 2020 年 4 月 15 日《企业信用报告》和 2019 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。

2020 年 5 月 8 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，近三年内，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。

图表 24. 公司不良行为记录列表（近三年）

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.4.15	暂无	暂无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.8	暂无	不涉及
诉讼	天眼查及国家企业信用信息公示系统	2020.5.8	多笔财产损害赔偿纠纷，2 笔建设工程施工合同纠纷，影响可控	多笔纠纷，影响可控
行政处罚			暂无	高恩公司 1 笔 ⁸

资料来源：根据粤路建所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

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，财务杠杆偏高，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。公司债务期限结构较合理，主业资金回笼情况良好，2020 年第一季度因疫情防控免收通行费等措施导致收入和现金流缩减，但该项因素属于短期冲击，未来随着区域内及周边路网的持续完善及公司下属路产车流量的恢复与提升，通行费收入对即期债务还本付息的保障能力仍可期；加之较充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，也为即期债务偿付提供较强保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 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。

2019 年，该公司因控制权发生变化新增子公司西线公司，当期投资设立广

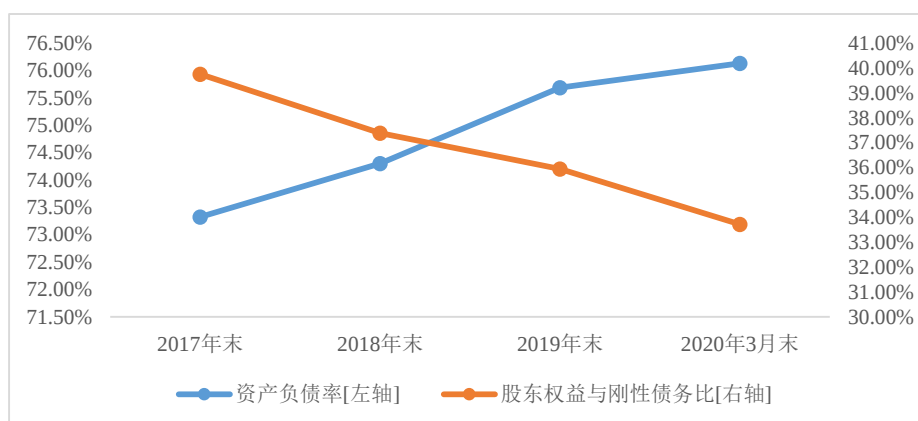
⁸ 开林罚决字[2018]第 21 号：擅自改变林地用途，1、责令限期三个月恢复原状 2、并处罚人民币 6.11 万元。

州臻通实业发展有限公司（简称“臻通公司”）和广州利路实业投资有限公司，截至 2019 年末，公司下属子公司共计 8 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



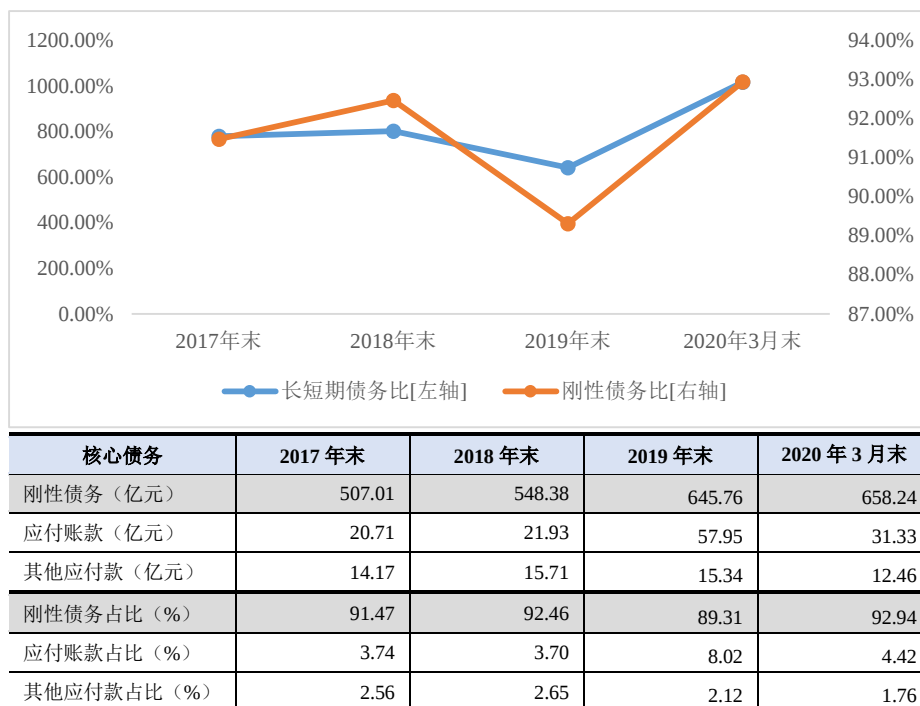
资料来源：根据粤路建所提供数据绘制。

受益于政府支持，该公司资本实力不断增强，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末所有者权益分别为 201.63 亿元、205.10 亿元、232.16 亿元和 221.96 亿元，其中实收资本和资本公积合计占权益资本比重近 60%，近年来增幅主要来自地方政府拨入项目资本金。良好的业绩经营带来权益资本的有效积累，而利润的上缴和分配一定程度上影响资本的留存，同期末公司未分配利润分别为 24.76 亿元、27.32 亿元、23.27 亿元和 15.52 亿元，2017-2019 年合并所有者权益变动表披露对股东的利润分配金额分别为 15.74 亿元、8.83 亿元和 11.40 亿元，2020 年 3 月末未分配利润较上年末降幅系疫情期间免收通行费导致经营亏损。

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。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末负债总额 554.26 亿元、593.07 亿元、723.03 亿元和 708.24 亿元，资产负债率分别为 73.32%、74.30%、75.70%和 76.14%，考虑到目前高速公路项目仍有较大规模资本支出需求，短期内债务经营仍承压。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据粤路建所提供数据绘制（其他应付款为不含应付股利和应付利息）。

从负债期限结构来看，2019 年末该公司长短期债务比为 641.84%，债务以非流动负债为主，符合收费公路行业资本投资回收期长等行业特性。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 645.76 亿元，较上年末增长 17.76%，占负债总额的比重为 89.31%；应付账款余额为 57.95 亿元，主要为项目未结算款、工程进度款和土地款，较上年末增长 164.32%，增幅系应付广州市规划和自然资源局土地局土地出让款 32.99 亿元，子公司臻通公司受让广州市增城区二类居住用地 19.98 万平方米，土地出让价款为 41.24 亿元，截至 2019 年末工地已支付土地价款 8.25 亿元（定金抵作土地价款）剩余土地价款就分两期支付，其中 2020 年 1 月 24 日之前支付 12.372 亿元，余款 20.62 亿元在 2020 年 12 月 24 日之前付清；其他应付款（不含应付股利和应付利息）余额 15.34 亿元，主要为应付工程质量保证金（7.17 亿元）、应付工程履约保证金（2.85 亿元）、其他暂收应付款（1.55 亿元）等。截至 2020 年 3 月末，公司长短期债务比为 1017.18%，刚性债务总额较上年末增长 1.93%至 658.24 亿元；应付账款较上年末减少 45.95%至 31.33 亿元，主要系臻通公司支付土地价款 12.37 亿元及工程款按实际计量入账冲减前期暂估部分 12.29 亿元；此外，同期末递延收益较上年末增长 337.64%至 5.48 亿元，增幅系子公司广深珠高速公路有限公司获得政府补助 3 亿元。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	16.35	21.49	21.52	18.95
其中：短期借款	0.50	-	-	-
一年内到期长期借款	10.25	18.27	17.02	11.99
其他短期刚性债务	5.60	3.23	4.50	6.96
中长期刚性债务合计	490.66	526.88	624.24	639.29
其中：长期借款	432.93	471.43	529.83	539.33
应付债券	55.00	55.00	75.00	75.00
其他中长期刚性债务	2.72	0.45	19.41	24.96
综合融资成本（年化）	5 年以上贷款基准利率	5 年以上贷款基准利率	5 年以上贷款基准利率下浮 10%	5 年以上 LPR-50BP

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（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，有助于运营保持稳定。刚性债务以中长期债务为主，2019 年末短期刚性债务 21.52 亿元，短期刚性债务现金覆盖率 242.32%，现金类资产对短期债务偿付的保障能力强，即期债务偿付压力相对较小；中长期刚性债务 624.24 亿元，较上年末增长 18.48%，包括长期借款、应付债券和基金借款，其中应付债券较上年末增加 20.00 亿元，系 2019 年 3 月 20 日发行的 19 粤路建债，其他中长期刚性债务为广东粤澳合作发展基金 15.88 亿元（用于云茂高速项目）、应付深湾基建（深圳）有限公司（简称“深湾公司”）和广州利新实业投资有限公司（简称“利新实业”）的三年期借款；2020 年 3 月末，中长期刚性债务较上年末增长 2.41%，增幅主要来自长期借款和新增应付深湾公司和利新实业三年期借款。

间接融资方面，2019 年末该公司银行借款余额为 546.84 亿元，主要由质押借款构成。长期借款中，质押借款为 490.43 亿元，占长期银行借款的比重为 92.56%，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 351.86 亿元，占刚性债务总额比重为 54.79%。

借款成本方面，2019 年末该公司融资成本为 5 年以上贷款基准利率下浮 10%左右，2020 年 3 月末为 5 年以上 LPR 下降 50BP（近 4.25%），近期国家出台降低企业融资成本各项政策，包括下调 LPR 基础利率、延期支付本金及利息，直接融资放开净资产 40%限制等措施，公司对融资成本的控制能力也有所显现；其次因疫情防控免收通行费时间较长，影响行业内企业债务还本付息，公司同步与金融机构协商，并签订贷款补充协议，将 2020 年份季度付息调整为 2020 年 12 月或按年付息，2020 年中分期偿付本金调整为 2020 年 12 月。

图表 28. 公司 2019 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	--	17.02	19.40	1.2-4.2%
质押借款	--		490.43	3.41-4.41%
保证借款	--		20.00	6.00-6.55%

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]
合计	--	17.02	529.83	--

资料来源：粤路建

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入现金率（%）	102.09	101.17	101.49	114.91	100.51
业务现金收支净额（亿元）	43.88	46.73	57.77	-9.97	16.38
其他因素现金收支净额（亿元）	0.72	0.78	1.23	3.80	-0.07
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	44.60	47.51	59.00	-6.17	16.32
EBITDA（亿元）	57.75	60.94	78.96	--	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.12	0.13	--	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.71	2.56	2.90	--	--
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	74.95	73.84	72.33	--	--
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	8.29	8.28	8.97	--	--

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是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，2017-2019 年及 2020 年第一季度营业收入现金率分别为 102.09%、101.17%、101.49%和 114.91%，经营活动产生现金流量净额分别为 44.60 亿元、47.51 亿元、59.00 亿元和-6.17 亿元，经营现金流量主要来自通行费收入，且年度间呈大额现金流入，2020 年第一季度因新冠疫情免收通行费政策导致现金流入量缩减。

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，2017-2019 年 EBITDA 分别为 57.75 亿元、60.94 亿元和 78.96 亿元，EBITDA 对利息支出可形成有效保障，对刚性债务的覆盖程度偏弱。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	3.40	3.65	3.23	0.05	0.49
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	-46.66	-62.01	-42.15	-11.64	-16.89
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.27	0.79	1.58	-0.50	1.19
投资环节产生的现金流量净额	-40.99	-57.58	-37.35	-12.08	-15.21

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，该公司高速公路项目资金支出较大，投资环节现金流持续大额流出，2017-2019 年及 2020 年第一季度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-46.66 亿元、-62.01 亿元、-42.15 亿元和-11.64 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，回收投资与投资支付净流入额(含投资收益)分别为 3.40 亿元、3.65 亿元、3.23 亿元和 0.05 亿元。综上投资动态，同期投资活动产生的现金流量净额分别为-40.99 亿元、-57.58 亿元、-37.35 亿元和-12.08 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。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-7.27	-17.88	-14.87	0.00	1.00
债务类净融资额	0.74	16.63	2.79	-0.33	23.82
其中：现金利息支出	21.23	23.36	28.20	3.93	12.76
其他与投资活动有关现金净额	-3.37	-0.04	3.41	5.39	-0.09
筹资环节产生的现金流量净额	-9.91	-1.29	-8.67	5.06	24.72

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。2019 年及 2020 年第一季度，收到其他与筹资活动有关的现金为臻通公司股东借款。

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。2017-2019 年吸收投资收到的现金分别为 8.10 亿元、4.18 亿元和 7.04 亿元，主要为政府资金支持并用于云茂高速资本金以及虎门二桥专项资金；由于较大规模的股利分配，同期权益类净融资额分别为-7.27 亿元、-17.88 亿元和-14.87 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分别为 0.74 亿元、16.63 亿元和 2.79 亿元。综上动态，2017-2019 年及 2020 年第一季度筹资活动产生现金流量净额分别为-9.91 亿元、-1.29 亿元、-8.67 亿元和 5.06 亿元。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	62.01	51.16	100.04	86.52
	8.20	6.41	10.47	9.30
其中：货币资金（亿元）	50.52	39.16	52.14	38.95
应收款项（亿元）	0.66	0.85	2.57	1.62
预付款项（亿元）	8.62	9.92	1.61	1.61
存货（亿元）	0.02	0.02	41.57	41.74
其他应收款（亿元）	2.20	1.20	1.18	1.84

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其他流动资产（亿元）	0.00	0.00	0.77	0.77
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	693.88	747.00	855.14	843.67
	91.80	93.59	89.53	90.70
其中：固定资产（亿元）	394.35	506.15	585.02	577.77
在建工程（亿元）	224.65	159.25	207.43	203.59
长期股权投资（亿元）	64.78	66.87	41.25	40.42
长期应收款（亿元）	3.90	3.90	3.90	3.90
其他非流动资产（亿元）	1.53	6.46	13.12	13.68
期末全部受限资产账面金额（亿元）	571.11	653.39	777.27	768.11
受限资产账面余额/总资产（%）	75.55	81.86	81.37	82.57

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 955.18 亿元和 930.20 亿元，其中非流动资产占资产总额比重近 90%，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 2019 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、在建工程和其他非流动资产构成，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 41.25 亿元，较上年末减少 38.31%，主要是公司对粤高速、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 5.37 亿元（主要来自虎门大桥和粤高速 A），期末降幅系西线公司控制权变更所致；固定资产为 585.02 亿元，较上年末增长 15.58%，主要为公路及构筑物，增幅来自合并广珠西线高速资产及在建工程转固；期末公司在建工程为 207.43 亿元，较上年末增长 30.25%，增幅系当年主要为高恩项目和云茂项目持续投入，剩余主要在建项目为云茂项目等。此外其他非流动资产 13.12 亿元，较上年末增长 103.19%，增幅来自待抵扣待认证增值税进项税、对外委托贷款（3.79 亿元）及云茂预付工程款（1.90 亿元）。

截至 2019 年末，该公司流动资产主要由货币资金、预付账款和存货构成，其中货币资金为 52.14 亿元，较上年末增长 33.14%，增幅系当期发行 20 亿元“19 粤路建债”所致，受限货币资金为 0.40 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 1.61 亿元，较上年末减少 83.77%，主要为预付工程款结算所致；期末存货 41.57 亿元，较上年末大幅增长，主要系子公司于 2019 年 12 月与广州市规划和自然资源局签订土地出让合同，受让广州市增城区新塘镇新墩村、南安村的二类居住用地。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	98.40	77.91	102.65	136.48

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
速动比率 (%)	84.69	62.77	58.34	68.11
现金比率 (%)	80.16	59.64	53.50	61.45
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	309.04	182.21	242.32	205.56

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，2019 年末流动比率和速动比率分别为 102.65%和 58.34%，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，2019 年末现金比率 53.50%，短期刚性债务现金覆盖率 242.32%，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 2019 年末，该公司受限资产账面价值合计 777.27 亿元，受限比率为 81.37%，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，或影响未来融资空间。

图表 34. 2019 年末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	受限规模占科目比重	受限原因
货币资金	0.40	0.40	通行费清算账户
固定资产	512.32	512.32	收费权质押（其中：西二环高速公路 65%、南二环高速公路 100%、江罗高速公路 75%、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%、西线 100%）
在建工程	201.94	201.94	收费权质押（其中：虎门二桥高速公路 100%、高恩高速公路 65%、云茂高速公路 60%）
其他	62.61	62.61	广深珠高速公路一切财产及收费权质押
合计	777.27	81.37	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

6. 表外事项

对外担保方面，截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 0.35 亿元，担保比例为 0.15%，主要为公司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 0.35 亿元，对外担保规模小，或有负债风险较可控。

截至 2020 年 3 月末，该公司本部及下属子公司涉及部分纠纷，但实际影响尚可控。

7. 公司本部财务质量

该公司本部整体起到战略决策和工作部署等功能，具体业务由各子公司进行经营发展；同时所属分公司控股南环段、西二环南段、西部沿海高速新会段与珠海段、江罗高速和虎门二桥等路段。2019 年末及 2020 年 3 月末，本部总资产分别为 558.50 亿元和 549.28 亿元，资产主要分布于长期股权投资（对于

公司、联营与合营公司投资，投资对象基本布局收费公路行业）、固定资产（路产）和在建工程（虎门二桥以及其他专项与互通工程）；同期末所有者权益分别为 188.15 亿元和 183.24 亿元，资产负债率分别为 66.31%和 66.64%，财务杠杆尚可控制，同期末刚性债务分别为 353.30 亿元和 353.82 亿元（其中短期刚性债务分别为 6.25 亿元和 7.18 亿元，现金类资产对短期刚性债务的覆盖倍数分别为 5.07 倍和 3.27 倍）。2017-2019 年及 2020 年第一季度，本部营业收入分别为 12.24 亿元、17.67 亿元、30.21 亿元和 2.39 亿元，净利润分别为 15.53 亿元、18.46 亿元、9.76 亿元和 -4.90 亿元，同期本部经营性现金净流入分别为 10.81 亿元、14.62 亿元、25.07 亿元和 1.66 亿元，年度通行费收入和现金流入及较充裕的货币资金储量可为本部即期债务偿付提供保障。

外部支持因素

1. 政府/股东支持

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。2017-2019 年公司获得省市在项目资本金及专项资金支持分别为 8.10 亿元、4.18 亿元和 7.04 亿元。

同时，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，该公司存量债券（10 粤路建债、13 粤路建、15 粤路建债和 19 粤路建债）等发行获得股东担保支持。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立良好合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2019 年末，公司合并口径已获得银行授信额度 1046.50 亿元，已使用授信 526.84 亿元，未使用授信余额为 519.66 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 35. 来自大型国有银行的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用	剩余额度
全部（亿元）	1046.50	526.84	519.66
其中：国家政策性金融机构（亿元）	199.52	130.08	69.44
工农中建交五大商业银行（亿元）	713.09	325.79	387.30
其中：大型国有金融机构占比（%）	87.21	86.53	87.89

资料来源：粤路建（截至 2019 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

19 粤路建债：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 2019 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 2019 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 7104 公里，占广东省高速公路通车总里程的 75%，区域垄断地位明显。

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。2019 年，广东省交通集团实现营业收入 488.07 亿元，同比增长 4.26%，其中通行费收入 360.87 亿元。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。

图表 36. 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	2019 年
营业收入合计（亿元）	451.59	468.12	488.07
其中：车辆通行费业务	275.30	322.00	360.87
材料销售业务	26.68	34.29	37.05
客货运输业务	39.95	40.76	40.96
工程施工业务	85.30	39.08	--
服务区经营业务	13.02	16.16	21.29
毛利率（%）	37.16	37.63	36.91
其中：车辆通行费业务	48.58	49.37	44.55
材料销售业务	10.33	8.83	7.71
客货运输业务	24.39	18.28	16.11
工程施工业务	15.35	5.61	--
服务区经营业务	16.70	8.57	13.99
期间费用率（%）	22.17	23.42	24.69
其中：财务费用率（%）	15.22	16.86	18.12
全年利息支出总额（亿元）	92.68	103.73	107.43
其中：资本化利息数额（亿元）	21.61	25.54	18.52
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.97	3.10	3.36

资料来源：根据广东省交通集团数据整理、计算（2018 年工程施工业务降幅及 2019 年暂时无收入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%，丧失对长大公司控制权所致。）

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

2019 年末广东省交通集团账面在建工程合计预算投资规模达 1617.54 亿元，期末账面累计投资 756.49 亿元。2020-2022 年，广东省交通集团计划完成高速公路项目投资约 660 亿元（不含代建代管项目），按各项目中的持股比例计算，期间需投入资本金约 170 亿元，同时将加大债务融资力度。根据 2020 年度投资经营计划，广东省交通集团全年计划安排省重点高速公路建设项目 27 个，投资金额约 348 亿元，保障年内按期完成 9 个高速公路项目建成通车，新增里程约 617 公里。

由于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，2019 年末负债总额为 2995.63 亿元，较上年末增长 6.80%，其中刚性债务为 2619.24 亿元，较上年末增长 3.57%，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，2019 年末广东省交通集团所有者权益为 1250.14 亿元（其中实收资本和资本公积合计 705.90 亿元），较上年末增长 7.37%，资产负债率为 70.56%，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，2019 年末广东省交通集团合并口径货币资金为 236.89 亿元（受限规模 15.07 亿元），现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 63.84%和 216.25%，2019 年经营活动现金流量净额 272.23 亿元。

作为广东省高速公路投资建设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；此外，因疫情免收通行费，预计对广东省交通集团 2020 年上半年度收入、利润和现金流产生短期冲击，关注当年度项目资金投入及还本付息安排。

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

跟踪期内，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。

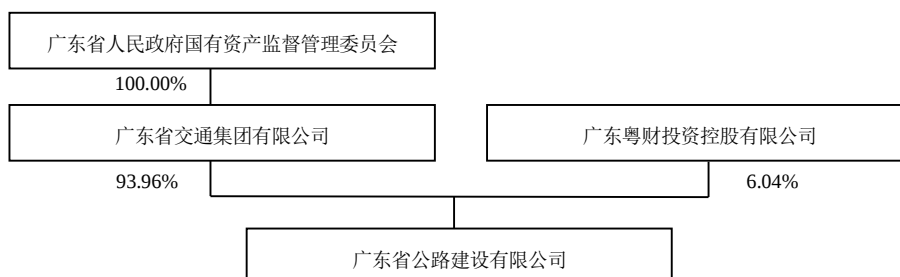
跟踪期内，因控制权变更及路产投入试运营，该公司控股路段里程增加，区位优势明显，路产质量优良，为公司提供稳定收入和现金流来源，且年度通行费收入对利息偿付的保障力度较高；但核心路产基本处于饱和状态，未来增长承压，加之广东省包括珠三角区域内高速公路及铁路网络不断完善，将对部分核心路段产生竞争分流影响；而新通车及在建部分路产为非主干线路段，投运后培育期较长，路产效益释放存在不确定性。由于高速公路建设累积较大规模债务，资产负债率处于较高水平，2019年末刚性债务规模明显上升，目前高速公路项目资金需求仍较大，面临一定资本支出压力；公司融资成本控制能力较好，但较大规模债务孳生利息负担较重，对利润空间形成一定程度侵蚀。

2020年第一季度因疫情防控免收通行费等措施导致收入和现金流缩减，但该项因素属于短期冲击，未来随着区域内及周边路网的持续完善及公司下属路产车流量的恢复与提升，通行费收入对即期债务还本付息的保障能力仍可期；加之较充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，也为即期债务偿付提供较强保障。同时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。

同时，我们仍将持续关注：（1）负债经营程度较高，项目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）新通车路产能释放水平；（4）其他运输方式带来的竞争分流影响；（5）重大股权转让及无偿划转事宜；（6）新冠疫情免收通行费对全年收入与现金流的影响程度；（7）关注担保方信用质量。

附录一：

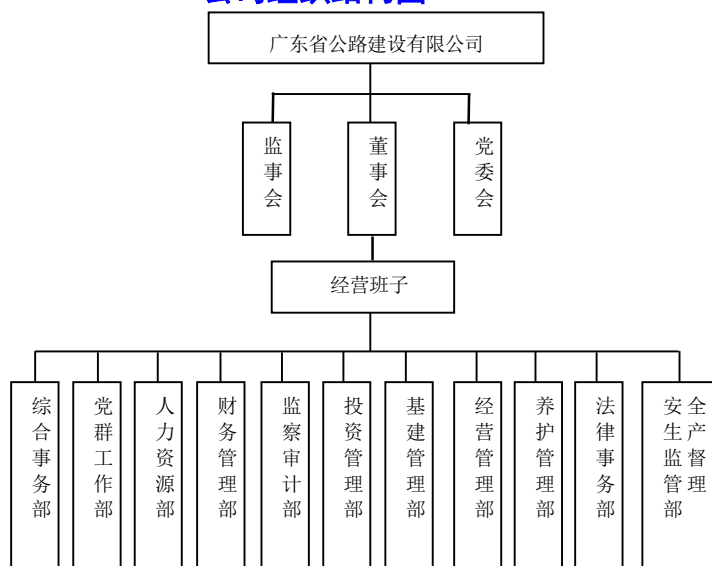
公司与实际控制人关系图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至2020年3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2020年3月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	
广东省公路建设有限公司	粤路建	本级	本部	高速公路投资、建设和运营	353.30	188.15	30.21	9.76	25.07	本部
广深珠高速公路有限公司	广深珠高速公路公司	子公司	55.00		39.39	17.51	31.83	14.59	21.89	
广东博大高速公路有限公司	博大公司	子公司	51.00		139.35	20.20	9.00	-6.42	5.77	
广东高恩高速公路有限公司	高恩公司	子公司	100.00		21.32	12.47	--	-0.03	-0.04	
广东江中高速公路有限公司	江中公司	子公司	60.00		4.49	11.97	4.93	1.20	3.10	
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司	子公司	75.47		51.25	43.91	--	--	--	
广东广珠西线高速公路有限公司	西线公司	子公司	50.00		52.89	51.32	15.13	3.11	11.46	
广州利路实业投资有限公司	利路实业	子公司	100.00	投资与资产管理	1.66	0.02	--	-0.00	0.00	
广州臻通实业发展有限公司	臻通实业	子公司	57.50	房地产开发经营	8.30	0.10	--	--	-8.25	57.50% 为粤路建本部(37.5%)与利路实业(20%)合计持股。

注：根据粤路建 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
资产总额 [亿元]	755.89	798.16	955.18	930.20
货币资金 [亿元]	50.52	39.16	52.14	38.95
刚性债务[亿元]	507.01	548.38	645.76	658.24
所有者权益 [亿元]	201.63	205.10	232.16	221.96
营业收入[亿元]	60.54	65.21	90.79	6.61
净利润 [亿元]	15.49	16.55	13.78	-10.20
EBITDA[亿元]	57.75	60.94	78.96	—
经营性现金净流入量[亿元]	44.60	47.51	59.00	-6.17
投资性现金净流入量[亿元]	-40.99	-57.58	-37.35	-12.08
资产负债率[%]	73.32	74.30	75.70	76.14
权益资本与刚性债务比率[%]	39.77	37.40	35.95	33.72
流动比率[%]	98.40	77.91	102.65	136.48
现金比率[%]	80.16	59.64	53.50	61.45
利息保障倍数[倍]	1.78	1.61	1.55	—
担保比率[%]	0.86	0.85	0.15	0.16
营业周期[天]	3.67	4.44	156.67	—
毛利率[%]	52.71	49.66	44.18	-40.93
营业利润率[%]	35.18	32.23	21.86	-155.34
总资产报酬率[%]	5.12	4.95	4.81	—
净资产收益率[%]	7.66	8.14	6.30	—
净资产收益率*[%]	6.10	7.55	4.58	—
营业收入现金率[%]	102.09	101.17	101.49	114.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	74.95	73.84	72.33	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.67	-1.75	3.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	2.56	2.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.13	—

注：表中数据依据粤路建经审计的 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
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%
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]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	3,725.57	3,969.12	4,245.76
货币资金 [亿元]	195.60	280.12	236.89
刚性债务[亿元]	2,311.69	2,528.95	2,619.24
所有者权益 [亿元]	1,085.41	1,164.31	1,250.14
营业收入[亿元]	451.59	468.12	488.07
净利润 [亿元]	59.20	67.91	52.54
EBITDA[亿元]	263.70	296.59	315.50
经营性现金净流入量[亿元]	205.17	244.32	272.23
投资性现金净流入量[亿元]	-227.95	-308.46	-274.74
资产负债率[%]	70.87	70.67	70.56
长短期债务比[%]	519.01	693.24	695.56
权益资本与刚性债务比率[%]	46.95	46.04	47.73
流动比率[%]	77.40	108.21	101.04
速动比率 [%]	58.47	92.10	74.01
现金比率[%]	46.00	79.38	63.84
利息保障倍数[倍]	1.65	1.65	1.53
有形净值债务率[%]	345.96	334.46	325.14
担保比率[%]	15.29	14.25	13.27
毛利率[%]	37.16	37.63	36.91
营业利润率[%]	17.93	19.57	15.40
总资产报酬率[%]	4.18	4.44	4.00
净资产收益率[%]	5.65	6.04	4.35
净资产收益率*1[%]	4.32	4.64	2.92
营业收入现金率[%]	97.44	107.41	103.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	50.51	62.64	74.57
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	8.98	10.09	10.58
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.61	-16.44	-0.69
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.00	-2.65	-0.10
EBITDA/利息支出[倍]	2.85	2.86	2.94
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.12

注：表中数据依据广东省交通集团经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

附录六：

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、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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）
- 《收费公路行业（运营类）信用评级方法》（发布于 2020 年 4 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）（担保方）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。