



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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

广东省路桥建设发展有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDP【2020】083 号

大公国际资信评估有限公司通过对广东省路桥建设发展有限公司及“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”的信用状况进行跟踪评级，确定广东省路桥建设发展有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日





评定等级

主体信用

跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果	上次评 级时间
14 粤路桥 MTN001	10	10(7+3)	AAA	AAA	2019.06
15 粤路桥债 /15 粤路桥	20	15	AAA	AAA	2019.06
16 粤桥 01	30	15	AAA	AAA	2019.06
16 粤桥 02	20	15	AAA	AAA	2019.06
18 粤桥 01	5	15	AAA	AAA	2019.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020.3	2019	2018	2017
总资产	1,287.01	1,268.16	1,223.04	1,149.95
所有者权益	337.54	350.64	327.76	346.06
总有息债务	850.95	872.05	838.98	739.27
营业收入	7.20	68.48	66.71	52.96
净利润	-11.13	5.91	1.91	1.47
经营性现金流	5.91	51.11	52.07	40.86
毛利率	-36.81	43.15	43.00	49.68
总资产报酬率	-0.86	2.17	2.11	1.88
资产负债率	73.77	72.35	73.20	69.91
债务资本比率	71.60	71.32	71.91	68.11
EBITDA 利息保障 倍数 (倍)	-	1.46	1.45	1.32
经营性净现 金流/总负债	0.63	5.64	6.13	5.36

注: 公司提供了 2019 年及 2020 年 1~3 月财务报表, 立信会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 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。

评级小组负责人: 王 泽

评级小组成员: 王昱衡 温彦芳

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

广东省路桥建设发展有限公司 (以下简称“广东路桥”或“公司”) 主要负责广东省部分高速公路投资、建设和运营。跟踪期内, 广东省经济、财政继续较快增长, 高速公路行业仍面临良好的发展环境; 公司运营路段质量较高, 通行费收入有所增长; 公司继续得到政府和股东在资本金等方面的有力支持。同时, 公司大部分高速公路收费权被质押, 资产流动性较弱; 公司有息债务在总负债中占比较高, 债务负担较重。广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 广东省经济、财政继续较快增长, 交通运输需求旺盛, 省内高速公路行业仍面临良好的发展环境;
- 公司运营主要路段质量较高, 通行费收入有所增长;
- 公司在广东省高速公路行业内仍具有重要地位, 继续得到政府和股东在资本金等方面的有力支持;
- 广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

主要风险/挑战:

- 2020 年一季度, 疫情对高速公路企业的短期经营和现金流造成较大压力, 公司营业收入大幅下降, 呈亏损状态;
- 公司受限资产大部分为被质押的高速公路收费权, 资产流动性较弱;
- 公司有息债务有所增长, 在总负债中占比较高, 债务负担较重。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《收费公路企业信用评级方法》，版本号为 PF-SFGL-2020-V. 3. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（15%）	6.07
（一）宏观环境	5.02
（二）行业环境	7.00
（三）区域环境	6.11
要素二：财富创造能力（55%）	5.75
（一）产品与服务竞争力	6.50
（二）盈利能力	4.71
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.47
（一）债务状况	7.00
（二）流动性偿债来源与负债平衡	5.33
（三）清偿性偿债来源与负债平衡	5.09
调整项	-
主体信用等级	AAA

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形
评级模型所用的数据根据公司提供资料整理



评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	14 粤路桥 MTN001	AAA	2019/06/26	戚旺、王泽、王昱衡	大公收费公路企业信用评级方法 (V.2)	点击阅读全文
	15 粤路桥债 /15 粤路桥					
	16 粤桥 01					
	16 粤桥 02					
	18 粤桥 01					
AAA/稳定	18 粤桥 01	AAA	2017/11/10	杨绪良、何敬岩、张玉琪	高速行业信用评级方法 (V.1)	点击阅读全文
AAA/稳定	14 粤路桥 MTN001	AAA	2017/06/23	杨绪良、张玉琪、王文君	高速行业信用评级方法 (V.1)	点击阅读全文
	15 粤路桥债 /15 粤路桥					
	16 粤桥 01					
	16 粤桥 02					
AA+/稳定	16 粤桥 02	AAA	2016/09/19	李晓然、滕堃	大公信用评级方法总论 (V.1)	点击阅读全文
AA+/稳定	16 粤桥 01	AAA	2016/06/27	李晓然、滕堃	大公信用评级方法总论 (V.1)	点击阅读全文
AA+/稳定	15 粤路桥债 /15 粤路桥	AAA	2014/10/30	曹洁、王博	大公信用评级方法总论 (V.1)	点击阅读全文
AA+/稳定	14 粤路桥 MTN001	AAA	2013/06/04	杨姗姗、曹洁	大公信用评级方法总论 (V.1)	点击阅读全文



评级报告声明

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

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

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

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

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

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

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

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



跟踪评级说明

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

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况(单位:亿元)					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 粤路桥 MTN001	10.00	10.00	2014.05.12~ 2024.05.12	4.00 亿元用于补充流动资金; 6.00 亿元用于置换银行贷款	已按募集资金要求使用完毕
15 粤路桥债/15 粤路桥	20.00	20.00	2015.05.21~ 2030.05.21	二广高速公路粤境连州至怀集段项目建设	
16 粤桥 01	30.00	30.00	2016.07.12~ 2031.07.12	4.00 亿元用于汕湛江高速揭西大溪至博罗石坝项目建设;其余用于偿还借款	
16 粤桥 02	20.00	20.00	2016.09.23~ 2031.09.23	1.73 亿元用于兴汕高速公路兴宁至五华段项目建设;其余用于偿还借款	
18 粤桥 01	5.00	5.00	2018.08.16~ 2033.08.16	2.50 亿元用于汕湛高速公路惠州至清远段项目建设;2.50 亿元用于潮汕环线高速公路项目建设	

数据来源:根据公司提供资料整理



发债主体

广东路桥成立于 1994 年 6 月 16 日，隶属于广东省公路管理局。2000 年 9 月，按照粤发【1999】54 号文以及《广东省省属移交国有企业交接协议书》的要求，公司正式划由广东省交通集团有限公司（以下简称“广东省交通集团”）管理。2003 年 3 月，经广东省交通集团粤交集【2003】244 号文批复同意，以清产核资报告核定的净资产作为出资额，将公司改制为国有独资公司，同年 5 月，公司完成在广东省工商行政管理局变更手续，注册资本为人民币 39.33 亿元。2009 年 11 月，经股东广东省交通集团粤交集投【2009】100 号文批复同意，公司以部分资本公积转增注册资本，转增后注册资本为 75 亿元人民币。2013 年，根据粤国资函【2013】1193 号，同意《广东恒旭股权投资基金（有限合伙）参与广东省路桥建设发展有限公司股权运作方案》，广东恒旭股权投资基金（有限合伙）¹（以下简称“恒旭基金”）以货币出资形式增加广东路桥注册资本 18.20 亿元，公司注册资本变更为 93.20 亿元。2014 年 6 月 23 日，根据协议，股东广东省交通集团回购恒旭基金持有的广东路桥 19.53% 股权，公司再次成为广东省交通集团全资子公司，同时，股东广东省交通集团对公司减资 40.05 亿元，其中注册资本减少 18.20 亿元，资本公积减少 21.85 亿元，减资后公司注册资本为 75.00 亿元。根据广东省交通集团与广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）签订的《关于广东省路桥建设发展有限公司的增资协议》，2014 年粤财控股以货币出资 29.43 亿元，其中增加注册资本 9.04 亿元，增加资本公积 20.38 亿元，变更后公司注册资本为人民币 84.04 亿元。2017 年，根据粤财控股和广东省交通集团签订《关于广东省路桥建设发展有限公司第 2016 期增资扩股协议》及《2016 期增资协议的补充协议》规定，广东省交通集团减资 1.50 亿元，粤财控股增资 8.41 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 90.96 亿元，其中广东省交通集团持股 80.81%，粤财控股持股 19.19%。广东省国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）为公司实际控制人。

公司根据章程，设股东会，由广东省交通集团和粤财控股组成，是公司的最高权力机构。公司设董事会，由 9 名董事组成，设董事长 1 人由公司法人担任；监事会由 3 名监事组成，其中股东代表监事 2 名，职工代表监事 1 名。下设综合事务部、人力资源部、基建管理部、营运管理部、投资发展部、财务管理部、审计监察部、党群工作部、养护部、法律事务部和安全生产监督管理部 11 个部门。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2020 年 4 月 29 日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于公

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



开市场发行的“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”均尚未到本金兑付日，到期利息均已按时支付。

偿债环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年春节期期间突发的新冠肺炎疫情对我国经济带来冲击，但我国经济中长期高质量发展状态不会改变；2019 年以来，相关政策进一步规范高速收费、计费，高速公路收费体系将更加趋于完善；广东省经济实力继续增强，交通运输需求旺盛，公司仍面临良好的外部环境。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月



制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度²，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

² 资料来源：财政部。



（二）行业环境

我国高速公路发展稳健，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度；持续推进高速公路的建设发展且建设力度较大，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

交通运输是国民经济发展的基础，也是国家产业政策重点扶持的基础产业，其中，公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系。高速公路在公路运输中具有重要的地位，是国家产业政策重点扶持的对象。高速公路建设具有投资规模大且需集中投入、回收周期长的行业特点，再加上公路本身具有公共产品特征，整体来看，高速公路行业进入壁垒很高。现阶段我国高速公路具有很强的区域专营优势，竞争程度较低。

2019 年，我国新增高速公路 0.70 万公里，总里程达 14.96 万公里。1999～2018 年年均复合增长率为 15.01%。为了加快高速公路的发展，我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。根据《2018 年全国收费公路统计公报》，截至 2018 年末，全国收费公路建设累计债务性资金投入为 6.18 万亿元，债务余额为 5.69 万亿元，其中全国收费高速公路年末债务余额为 5.37 万亿元，政府还贷高速公路和经营性高速公路债务余额分别为 2.84 万亿元和 2.52 万亿元，我国收费高速公路债务余额规模庞大且逐年增长。由于目前高速公路建设仍存在较大的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行。

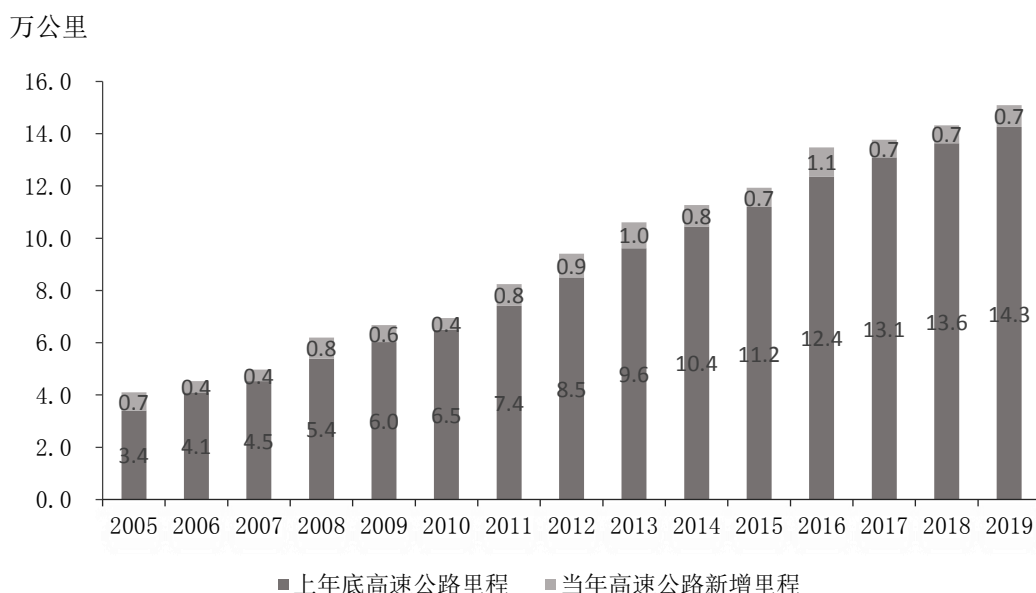


图 1 2005～2019 年我国高速公路通车里程情况

数据来源：根据公开资料整理



我国交通运输需求结构以货运需求为主，受宏观经济等因素影响，2017~2019 年，我国公路货物运输周转量有所波动，分别为 66,771.50 亿吨公里、71,202.50 亿吨公里和 59,636.40 亿吨公里，公路旅客运输周转量逐年下降，分别为 9,765.18 亿人公里、9,275.50 亿人公里和 8,857.10 亿人公里。根据《国家公路网规划（2013~2030 年）》，国家高速公路网的建设按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。“十三五”期间，我国在高速公路建设方面加快国家高速公路网剩余路段、瓶颈路段和省际间的断头路的建设，推动高速公路连网发挥规模效益，加快推进高速公路服务于新型城镇化发展战略，加快建设城市群和城市群之间，城市群内部城市和城市间互联互通高速公路网，我国高速公路建设任务仍较重。

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

高速公路行业政策性仍较强，2019 年以来，相关政策进一步规范高速收费、计费，高速公路收费体系将更加趋于完善；疫情对高速公路行业短期在流动性和收入造成重大负面影响，政府相关部门积极出台配套保障政策，行业长期发展仍呈现良好态势。

行业政策方面，为加快建设和完善高速公路收费体系和 ETC 收费系统的推广应用，国务院办公厅发布《关于印发深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案的通知》，在两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费，以提高综合交通运输网络效率，减少拥堵和降低物流成本。

收费方面，2019 年 7 月，交通运输部、国家发展改革委、财政部（以下简称“三部”）联合印发一系列通行费计费政策，《关于切实做好货车通行费计费方式调整有关工作的通知》、《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》和《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》，科学测算大件运输车辆收费系数，加强收费标准调整监管和高速公路差异化收费等，对物流业提速增效起到重要作用，针对不同地区和车辆，实行地方性车辆通行费减免政策。

三部新印发的《关于进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》，在 2009 年交通运输部发布的《关于进一步完善和落实鲜活农产品运输绿色通道政策的通知》基础上，进一步规范免收车辆通行费车辆范围。2020 年 4 月，交通运输部、财政部、国家税务总局和国家档案局联合发布的《于收费公路通行费电子票据开具汇总等有关事项的公告》，实现“多次通行，一次汇总，电子票据打



包下载，无纸化报销归档”，进一步提升收费公路服务水平，规范收费公路通行费电子票据开具，便利 ETC 客户和受票单位电子票据财务处理。

自 2020 年 1 月疫情爆发以来，交通运输行业作为疫情防控工作中重要的环节，密集出台多项政策措施。交通运输部《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》（交公路明电【2020】062 号）要求，从 2 月 17 日起至疫情防控工作结束，所有高速公路免收全国收费公路车辆通行费。另一方面，受疫情影响，民众出行意愿也明显降低，加之各项人员流动和交通管制措施影响，正常行车效率减缓，因此我国交通运输量出现大幅下降，对高速公路企业现金流和债务偿付均造成较大压力。

根据交通运输部发布的《收费公路管理条例（修订草案）》，“基于公共利益需要，政府提前终止经营合同、实施通行费减免、降低收费标准等政策，给经营管理者合法收益造成损失的，应当由相应交通运输主管部门会同同级财政部门上报作出决策的政府，通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿”。考虑到高速公路企业在疫情防控期间停止收费，造成了其通行费收入的大幅下降，可依据《收费公路管理条例（修订草案）》，根据实际情况向交通主管部门提出申请；央行出台的《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（银发【2020】29 号）等政策文件，明确要求保持流动性合理充裕，加大货币信贷支持力度，加大对物流运输业的融资支持。未来短期内，高速公路行业到期银行贷款可能会进行展期、延期偿还，银行抽贷、断贷的风险较小，一定程度上降低了高速公路行业到期贷款偿付压力；交通运输部印发的《关于统筹推进疫情防控和经济社会发展交通运输工作的实施意见》为减轻高速公路企业负担，加大对收费公路经营管理单位的支持保障力度，推动解决免收通行费后公路交通面临的债务、养护资金等困难。2020 年 4 月，交通运输部发布《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（包括收费桥梁和隧道）恢复收费；待疫情解除后，高速通行量有望逐步回升至正常水平，配合货币和财政政策的支持，外部融资环境宽松。

综合来看，高速公路行业政策性仍较强，2019 年以来，相关政策进一步规范高速收费、计费，高速公路收费体系将更加趋于完善；疫情对高速公路行业造成重大负面影响，政府相关部门积极出台配套保障政策，行业长期发展仍呈现良好态势。



（三）区域环境

以珠三角为核心区域的广东省经济实力很强，高速公路作为基建领域重要的行业之一，配合积极的财政、货币政策，投融资环境将趋于宽松，建设投资将保持较快增长，高速公路发展面临良好的外部环境；为推动省内双核心经济布局，支持大湾区深度合作和沿海经济带发展，省内及周边省区高速公路路网进一步加密和完善，路网效应优势持续增强。

广东省是我国经济最发达的省份之一，全省经济长期保持着较高的增长速度，2019 年，广东省除固定资产投资，其他主要经济指标增速均有所减缓；同期，全省地方一般预算收入为 12,651.46 亿元，同比增长 4.5%；受国有经济投资拉动，全省固定资产投资保持较快增速。2019 年，广东省全年货物进出口总额同比下降 0.2%，主要因进口额同比有所下降所致，其中，广东省与“一带一路”沿线地区的进出口额保持较稳定增长，2019 年同比增长 6.3%。

表2 2017~2019年广东省主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2019 年		2018 年		2017 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	107,671	6.2	97,278	6.8	89,879	7.5
地方一般预算收入	12,651	4.5	12,103	7.9	11,315	10.9
规模以上工业增加值	-	4.7	-	6.3	-	7.2
固定资产投资	-	11.1	-	10.7	37,478	13.5
社会消费品零售总额	42,664	8.0	39,501	8.8	38,200	10.0
进出口总额	71,437	-0.2	71,618	5.1	68,155	8.0
公路运输总量: 旅客(亿人)	10.10	-4.0	10.52	-0.6	10.58	3.7
货物(亿吨)	31.93	4.8	30.47	5.5	28.89	5.9
公路运输周转量: 旅客(亿人公里)	1,093	-2.5	1,121	-0.8	1,131	4.7
货物(亿吨公里)	4,114	5.7	3,888	6.9	3,635	7.5
三次产业结构	4.0:40.5:55.5		4.0:41.8:54.2		4.2:43.0:52.8	

数据来源：2017~2019 年广东省国民经济和社会发展统计公报

在地区经济持续快速发展、财政收入保持增长的发展环境下，广东省交通运输需求不断提升，高速公路建设实现了较快的发展。截至 2019 年末，广东省公路通车总里程 22.00 万公里，同比增加 0.20 万公里，其中高速公路通车总里程达到 9,495 公里，高速公路通车里程在全国各省及自治区中长期位居第一。

2019 年，广东省全年旅客运输总量和旅客运输周转量均同比小幅增长，公路运输方面，旅客运输总量和旅客运输周转量均有所下降，分别为 10.10 亿人和 1,092.97 亿人公里；同期，公路货物运输总量和货物运输周转量保持增长，但增速同比小幅下滑。

2020 年 1 月，广东省交通厅第二次公示的《广东省高速公路网规划（2019



年-2035 年)环境影响报告书》提出,规划到 2035 年,建成布局科学、覆盖全面、功能完善、安全可靠的高速公路网络。实现珠三角核心区通往粤东、粤西各有 5 条公路高速公路通道、通往粤北有 8 条高速公路通道,广东与各陆路相邻省(区)之间拥有 6 条以上高速公路通道的覆盖全省辐射泛珠的高速公路网。为深化“双区驱动效应”,推动广州、深圳双核心引擎发展的区域经济布局,规划对重点城市、重点发展区域高速公路网进行了加密和完善。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,计划到 2035 年,全省高速公路总里程达到约 15,000 公里。基于上一版已批复的《广东省高速公路网规划(2013-2030 年)环境报告书》新增为 56 条路线,约 2,671.60 公里。同年 3 月,中央政治局召开会议,为降低疫情影响,拉动经济复苏,将带动基建投资需求大幅提升,高速公路作为基建领域重要的行业之一,配合积极的财政、货币政策,投融资环境将趋于宽松,投资需求预计将继续保持旺盛。

总体来看,以珠三角为核心区域的广东省经济实力很强,高速公路作为基建领域重要的行业之一,配合积极的财政、货币政策,投融资环境将趋于宽松,建设投资将保持较快增长,高速公路行业发展面临良好的外部环境;为推动省内双核心经济布局,支持大湾区深度合作和沿海经济带发展,省内及周边省区高速公路路网进一步加密和完善,路网效应优势持续增强。

财富创造能力

2019 年,公司营业收入继续增长,仍主要来自于通行费收入,综合毛利率同比小幅上升;公司在建项目投资规模较大,面临一定的资本支出压力。

2019 年,公司通行费收入 68.48 亿元,同比小幅增长,通行费收入仍是公司营业收入和毛利润的主要来源,在营业收入中占比达 99.16%。得益于各路段车流量和通行费收入自然增长,公司毛利润和毛利率均小幅提高。

2020 年 1~3 月,因疫情期间无通行费收入,公司营业收入同比下降 60.62%,亏损较严重。

**表 4 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	7.20	100.00	68.48	100.00	66.71	100.00	52.96	100.00
通行费收入	7.15	99.31	67.90	99.16	66.22	99.27	42.47	99.08
其他业务	0.50	0.69	0.58	0.84	0.49	0.73	0.49	0.92
毛利润	-2.65	100.00	29.55	100.00	28.69	100.00	26.31	100.00
通行费收入	-2.69	-	29.09	98.43	28.20	98.31	25.84	98.20
其他业务	0.04	-	0.46	1.57	0.48	1.69	0.47	1.80
毛利率	-36.81		43.15		43.00		49.68	
通行费收入	-37.69		42.83		42.59		49.24	
其他业务	88.95		80.62		99.03		97.04	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司其他业务收入占营业收入比重较小，主要包括服务区租赁收入和金鸿公路收入等，金鸿公路属于一级公路，建成通车后由当地公路局每年按投资合同规定返还公司投资额，公司将其计入其他业务收入。

公司运营路产规模 2019 年未发生变化，整体路产质量良好，有助于公司通行费收入的稳定增长，通行费是其最主要的收入和利润来源。

截至 2019 年末，公司运营高速公路路段共 14 条，收费通车总里程为 1,361.22 公里，同比未发生变化，收费里程约占广东省 2019 年高速公路通车里程的 14.34%。公司控股路段集中在粤东北和粤西北地区，拥有多条广东省连接周边省的重要道路，平均单公里收费为 498.89 万元，同比小幅上升，路产质量良好。

广东省境内四条通往湖南省的南北通道由西至东分别为二广高速粤境段，清连高速，广乐高速以及京港澳高速粤境段，其中，公司运营京港澳高速粤境甘塘至太和段和二广高速粤境段（包括怀集至三水段以及连州至怀集段），上述两条路段均为国家规划网南北大通道中的重要组成部分，因两条路段线型佳，路况质量好，2019 年，两条路段通行费和车流量仍保持较高水平，通行费合计占总通行费收入的 53.22%；广梧高速是广东深主要出省通道之一，马安至河口段是连接珠三角地区和出省要道的主要通道，2019 年，因通行费收入按分管公司进行分类核算，广梧高速河口至平台段与云罗高速同属于云梧分公司管理，将通行费收入和车流量进行合并，各路段同比均小幅下降。广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段是通往广西的主要出省通道之一，与二广高速相连，对接广西梧州绕城高速，目前仍处于试运营阶段。

公司集中在东北部地区的路段中，兴汕高速兴宁至五华段于 2019 年末转正式运营，是连接梅州地区和汕湛高速的主要通道，车流量仍在培育过程中，通行



费收入较低。汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段主线连接广河高速惠州段，连接线自河源连接汕湛揭博段瓦溪互通立交，是省内连接东西的主干道之一；汕梅高速连接汕揭高速，两条路段均是粤东地区的主要高速通道，2019 年通行费收入和车流量未发生明显变化。2019 年，主要因沿线厦深高铁汕头联络线开通造成一定分流，汕揭高速通行费同比小幅下降。

表 7 2017~2019 年公司主要路段通行费收入和车流量情况³（单位：亿元、万辆）

路段名称	2019 年		2018 年		2017 年	
	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量
京港澳高速粤境甘塘至太和段	17.88	1,548	17.99	1,557	16.96	1,467
二广高速公路粤境连州至怀集段	12.36	1,873	5.70	667	5.43	631
二广高速怀集至三水段（广贺）	5.90	669	11.62	1,710	10.15	1,493
汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	11.05	1,221	10.01	1,074	-	786
广梧高速公路马安至河口段	2.91	1,815	3.17	1,921	3.04	1,840
广梧高速公路河口至平台段	7.71	1,036	4.48	1,049	4.43	1,036
云罗高速公路双凤至双东段			1.37	706	1.23	841
云罗高速公路双东-碣滨段			2.35	1,614	2.11	1,087
汕梅高速	4.36	1,088	4.35	1,149	3.94	1,041
汕揭高速	3.43	1,256	3.55	1,261	3.71	1,276
天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	1.75	495	1.62	455	1.43	390
兴汕高速兴宁至五华段	0.56	539	-	429	-	80
广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段（试运营）	-	623	-	453	-	341
合计	67.91	12,163	66.22	14,045	52.43	13,224

数据来源：根据公司提供资料整理

公司通行费业务成本主要为路产折旧和养护费用等，因公司路产折旧使用工作量法进行计算，2019 年，折旧费用同比变化不大。

高速公路养护费方面，2019 年，未对接全国联网收费，公司各路段均增加取消省界站专项工程支出，此外，公司云梧高速等路段有小型专项工程支出，公司总养护费用同比增长 1.63 亿元。

综合来看，2019 年，公司运营路产规模未发生变化，整体路产质量良好，有助于公司通行费收入的稳定增长，通行费是其最主要的收入和利润来源。

公司继续承担广东省内的部分高速公路建设项目，未来仍有一定的资本支出压力，随着在建项目完工通车，公司运营路产规模和通行费将有所增长。

截至 2019 年末，公司兴汕尾高速兴宁至五华段（含畲江支线）项目已完工，目前已正式通车。公司在建项目共计 6 个，总建设里程为 278.32 公里，总投资

³ 路产试运营期间未确认收入。



额为 445.46 亿元，累计已完成投资 303.14 亿元，未来仍有一定资本支出压力。

公司在建项目中，潮汕环线于 2015 年末动工，设计标准为双向四车道，由于该项目全程高架桥涉及且项目用地为市区路段，征拆费用高，单公里概算造价高达 2.09 亿元；汕湛高速惠州至清远段于 2015 年末动工，设计标准为双向六车道，单公里概算造价为 1.65 亿元，主要由于桥隧达到 52.87%，且项目用地跨越市区，前期征拆费用较高；兴汕高速五华至陆河段全长 45.91 公里，概算总投资为 51.47 亿元，设计标准为双向四车道；梅大高速公路梅州东环支线项目由广东嘉应环城高速公路有限公司建设，总投资概算 19.97 亿元，建设里程 14.23 公里，上述路段均将在 2020 年末开始通车试运营；连贺支线和连州连接线项目尚未开工建设。

表 8 截至 2018 年末公司负责在建项目情况表（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	资本金比例	建设里程	建设工期	总投资	累计完成投资额
1	潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目	40.00%	81.30	2015~2020	152.21	111.41
2	汕湛高速公路惠州至清远段项目	40.00%	126.20	2015~2020	207.92	144.69
3	兴汕高速公路五华至陆河段项目	40.00%	45.91	2016~2020	51.47	33.26
4	梅大高速公路梅州东环支线项目	40.00%	14.23	2016~2020	19.97	13.76
5	二广公司连山-贺州支线	-	5.98	-	9.79	0.02
6	二广公司连州连接线	-	4.70	-	4.10	-
合计		-	278.32	-	445.46	303.14

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司在建高速公路项目投资额度较大，未来仍有一定的资本支出压力，但随着相关在建项目的完工通车，公司的路产规模和通行费收入将有所增长。



偿债来源与负债平衡

公司盈利能力强，期间费用对公司盈利影响较大；经营性净现金流是公司流动性偿债来源的主要组成部分，外部支持对其形成重要补充；可变现资产以高速公路等核心资产为主，清偿性偿债来源对债务保障能力较好。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，受益于车流量培育成熟，公司营业收入和毛利率均有所提高；期间费用对公司盈利影响较大，投资收益仍是公司营业利润的重要补充；2020 年一季度受疫情期间免收通行费影响，公司营业收入大幅下降，恢复收费后，通行费收入有所回升。

2019 年，公司营业收入同比增长 1.77 亿元，综合毛利率同比上升 0.15 个百分点。公司期间费用为管理费用和财务费用，财务费用比重仍较大，因公司 2019 年获得财政贴息补助及融资手续费支出减少综合影响，公司财务费用和期间费用均小幅下降，公司利润总额及净利润同比均有较大幅度提升，期间费用对盈利影响较大。

2019 年，投资收益仍为公司营业利润的重要补充，规模同比小幅增长，主要是因公司参股联营高速公路企业分红增加所致。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率同比均有所增长，公司盈利能力小幅提升。

表 9 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	7.20	68.48	66.71	52.96
毛利率	-36.81	43.15	43.00	49.68
期间费用/营业收入	119.35	35.10	38.38	37.85
管理费用	0.71	3.10	2.60	2.42
财务费用	7.89	20.93	23.00	17.63
投资收益	0.00	1.12	0.95	-2.31
营业利润	-11.20	6.23	3.67	3.66
利润总额	-11.11	6.30	3.85	3.79
净利润	-11.13	5.91	1.91	1.47
总资产报酬率	-0.86	2.17	2.11	1.88
净资产收益率	-3.30	1.68	0.58	0.42

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年受疫情期间免收通行费影响，2020 年 1~3 月，公司营业收入、营业利润及净利润同比均大幅下降，呈亏损状态。根据公司提供数据，2020 年 2~4 月，公司单月营业收入同比降幅均在 95%以上，5 月 6 日零时高速公路恢复收费，5 月公司营业收入同比下降 28.90%，降幅较 2~4 月有所收窄，疫情负面影响有



所减弱。

综合来看,2019 年,受益于车流量培育成熟,公司营业收入和毛利率均有所提高;期间费用同比小幅下降,对公司盈利影响较大,投资收益仍是公司营业利润的重要补充;2020 年受疫情期间免收通行费影响,公司营业收入大幅下降,恢复收费后,通行费收入有所回升。

2、现金流

2019 年,公司经营性净现金流规模小幅下降,对利息及债务的保障能力仍较强;因公司在建工程规模较大,投资性净现金流仍处于净流出状态。

2019 年,车辆通行费收入仍是公司经营性现金流的主要来源,公司现金流获取能力较好,公司经营性净现金流规模同比小幅下降,主要因支付建设材料费、员工薪酬、税款等支出均有所增加,经营性净现金流对利息及债务的保障能力仍较强。

2019 年,公司在建项目投入需求仍较大投资性净现金流仍处于净流出状态,规模同比小幅缩减,主要用于满足在建项目和购建固定资产的需求。

表 10 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流指标 (单位:亿元、%)

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	5.91	51.11	52.07	40.86
投资性净现金流	-21.90	-101.51	-112.20	-114.66
经营性净现金流/流动负债	9.22	78.63	74.90	60.42
经营性净现金流/总负债	0.63	5.64	6.13	5.36
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.40	1.43	1.31

数据来源:根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月,公司经营性净现金流同比下滑 69.69%;因在建项目投资进度有所减缓,投资性现金流净流出规模同比小幅缩小。

综上所述,2019 年,公司经营性净现金流规模小幅下降,对利息及债务的保障能力仍较强;因公司在建工程规模较大,投资性净现金流仍处于净流出状态。

3、债务收入

2019 年,公司债务融资能力仍很强,授信额度较充裕,债务收入对公司偿债形成较好保障。

公司融资能力仍很强,2019 年,公司筹资性现金流入主要以银行借款为主,流出以还本付息为主。公司银行借款期限结构以长期为主,仍以质押借款和信用借款为主。截至 2019 年末,公司获得金融机构授信额度共计 1,219.20 元,未使用额度为 408.92 亿元,授信额度较充裕。

2020 年 1~3 月,公司筹资性净现金流入规模同比增加较多,主要因一季度公司还本付息规模较小。

**表11 2017~2019年及2020年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	24.36	108.54	149.85	143.53
借款所收到的现金	24.36	96.71	116.13	121.97
筹资性现金流出	4.52	103.58	73.77	85.27
偿还债务所支付的现金	2.48	62.88	34.35	47.50

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，2019 年，公司债务融资能力仍很强，授信额度较充裕，债务收入对公司偿债形成较好保障。

4、外部支持

公司是广东省交通集团下属重要子公司之一，在广东省高速公路行业内仍具有重要地位，2019 年，公司继续得到政府和股东在资本金等方面的有力支持。

公司的股东广东省交通集团是广东省内高速公路建设和运营的龙头企业，承担了广东省内绝大部分省际、城际高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。广东省交通集团全程参与由广东省委、省政府和交通厅制定的整体道路建设规划方案，在确定由广东省交通集团承接项目建设后，负责指定下属二级子公司成立相应项目公司，具体负责实施投资建设和通车后的经营管理运作。公司是广东省交通集团的重要子公司之一，由于广东省交通集团下属子公司投资项目大多由广东省交通集团下达，各子公司之间竞争很小。

资本金方面，2019 年，公司惠清项目和潮汕环线项目收到地方财政补助共计 11.82 亿元；补贴方面，公司获得政府各类补助 101.73 万元。

此外，广东省交通集团通过集团内财务公司，根据公司实际需求，对公司给予短期或长期的资金支持。

总体来看，是广东省交通集团下属重要子公司之一，在广东省高速公路行业内仍具有重要地位，2019 年以来，公司继续得到政府和股东在项目资本金等方面的有力支持。

5、可变现资产

2019 年末，因固定资产和在建工程规模较大，公司资产规模有所增长，非流动资产在总资产中占比仍很高；受限资产规模仍较大，公司资产流动性较弱。

2019 年末，公司总资产同比小幅增长，主要因在建工程增长所致；资产结构仍以非流动资产为主，在总资产中占比小幅增至 97.03%。

公司流动资产以货币资金和其他应收款为主。2019 年末，公司货币资金同比大幅下降，主要因公司为控制货币资金规模，提高资金利用效率；货币资金中有 0.24 亿元为通行费清算账户存款和待清算货币，使用权受限。公司其他应收款主要为决算工程时产生的调整工程款和工程垫款；与广东交通集团内关联企业



的往来款和垫付款占比为 83.93%。

表 12 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 3 月末		2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.75	1.85	19.90	1.57	64.70	5.29	48.76	4.24
其他应收款	7.44	0.58	7.43	0.59	9.73	0.80	9.43	0.82
流动资产	47.25	3.67	37.66	2.97	77.42	6.33	71.98	6.26
固定资产	650.27	50.53	656.30	51.75	617.33	50.48	646.83	56.25
在建工程	331.49	25.76	311.39	24.55	276.33	22.59	159.02	13.83
无形资产	228.98	17.79	230.41	18.17	225.52	18.44	220.20	19.15
非流动资产	1,239.77	96.33	1,230.51	97.03	1,145.62	93.67	1,077.97	93.74
总资产	1,287.01	100.00	1,268.16	100.00	1,223.04	100.00	1,149.95	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，其中以公路路产为主的固定资产占比最大。2019 年末，公司固定资产同比有所增长，主要系兴汕高速兴宁至五华段工程建成转入所致。同期，公司在建工程同比有所增长，主要系汕湛高速、潮汕环线和兴汕高速五华至陆河段等新增在建工程所致。公司无形资产主要是特许经营权和小部分软件版权，主要根据路产增加和软件更新变动，同比小幅增长。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值总计为 1,154.16 亿元，在总资产中占比为 91.01%，主要为高速公路收费权质押用于向金融机构借款和通行费清算账户中的货币资金，受限资产规模较大，公司资产的流动性较弱。

2020 年 3 月末，因在建工程增加，公司资产规模较 2019 年末有所增长，仍以非流动资产为主。

综合来看，2019 年末，因固定资产和在建工程规模较大，公司资产规模有所增长，非流动资产在总资产中占比仍很高；受限资产规模仍较大，公司资产流动性较弱。

总体来看，公司偿债来源中，经营性净现金流较强；公司融资能力强，且能获得有力的外部支持；公司资产以高速路产为主，对其债务偿还形成较好保障。

2019 年，公司经营性净现金流规模仍较大，是其偿债来源的主要组成部分。公司融资能力强，2019 年以来，公司债务收入对公司还本付息贡献很大。公司外部支持主要为节能和业务运营类补贴，是其偿债来源的重要补充。公司可变现资产以高速路产等核心资产为主，对债务保障能力较好。

整体来看，公司经营性净现金流较强；公司融资能力强，且能获得有力的外部支持；公司资产以高速路产为主，对其债务偿还形成较好保障。



（二）债务及资本结构

2019 年末，公司总负债同比有所上升，资产负债率小幅上升；公司有息债务规模有所增长，占总负债比重仍较大，债务负担有所加重。

2019 年末，公司总负债同比有所上升，负债结构仍以非流动负债为主，有息债务在总负债中占比仍较高。2019 年末，公司资产负债率同比小幅下降。

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2019 年末，公司其他应付款同比小幅下降，主要为应付工程质量保证金、履约保证金及集团控股关联方往来款。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 22.31 亿元和 3.90 亿元融资租赁款。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2019 年末，公司长期借款同比小幅下降，主要为质押借款 681.97 亿元，信用借款 15.68 亿元。截至 2018 年末，公司应付债券余额仍为 100.00 亿元，同比未发生变化。同期，公司长期应付款同比减少 3.48 亿元，主要由于公司偿还广东省交通集团转贷企业债券资金和偿还广韶高速融资租赁款所致。

表 13 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 3 月末		2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	31.39	3.31	19.65	2.14	25.84	2.89	26.02	3.24
一年内到期的非流动负债	19.86	2.09	26.20	2.86	25.12	2.81	21.44	2.67
流动负债合计	65.64	6.91	62.60	6.82	67.40	7.53	71.63	8.91
长期借款	726.09	76.47	697.72	76.04	705.29	78.78	617.99	76.87
应付债券	100.00	10.53	100.00	10.90	100.00	11.17	80.00	9.95
其他非流动负债	36.79	3.87	36.79	4.01	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	883.83	93.09	854.92	93.18	827.88	92.47	732.26	91.09
总有息债务	850.95	89.62	872.05	95.04	839.70	93.79	739.27	91.96
负债总额	949.47	100.00	917.52	100.00	895.28	100.00	803.89	100.00
资产负债率	73.77		72.35		73.20		69.91	

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司总负债较 2019 年末小幅上升，仍以非流动负债为主，长期借款同比小幅增长。

2019 年末，公司有息债务规模同比有所增长，占总负债比重仍较大，公司债务负担有所加重；从债务结构来看，仍以五年以上债务为主，主要是为公路项目建设进行的融资，短期债务压力很小。

截至 2019 年末，公司总有息债务同比有所增长，在总负债中占比升至 95.04%，公司债务负担有所加重。

**表 14 截至 2019 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	32.45	0.15	4.95	10.00	824.51	872.05
占比	3.72	0.02	0.57	1.15	94.55	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

从期限结构来看，短期有息债务总额为 32.45 亿元，占总利息债务的比重为 3.72%，短期偿债压力较小，近 4 年内需偿还规模较小；公司有息债务以 5 年以上有息债务为主，主要是公司为公路项目建设的银行长期借款和发行的债券，期限均较长。

总体来看，2019 年末，公司有息债务规模有所增长，占总负债比重仍较大，公司债务负担有所加重；从债务结构来看，以五年以上债务为主，主要是为公路项目建设进行的融资。

截至 2019 年末，公司对外担保规模较小，或有风险较低。

截至 2019 年末，公司对外担保余额为 0.18 亿元，担保比率为 0.05%，担保对象为广东利通置业投资有限公司（以下简称“利通置业”），该公司是广东省交通集团的子公司，主要经营房地产开发业务。

整体来看，公司对关联企业提供担保，担保金额较小。

2019 年末，得益于项目补助金注入和利润积累，公司所有者权益有所增加。

2019 年末，公司所有者权益同比有所增加，主要得益于公司收到的财政项目资金 11.82 亿元计入资本公积；盈余公积增加 0.79 亿元，未分配利润同比增加 3.85 亿元。

公司盈利对利息的保障水平有所提高；公司流动性偿债来源以经营性净现金流为主，偿债来源结构较均衡；以固定资产和在建工程等为主的清偿性偿债来源对存量债务的覆盖程度较好。

2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.46 倍，盈利对利息的保障水平有所提高。

公司流动性还本付息能力很强。2019 年，经营性净现金流为 51.11 亿元，筹资性现金流入 108.54 亿元，是公司流动性偿债来源主要组成部分，外部偿债来源结构较均衡。2019 年末，公司流动比率和速动比率为 0.60 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度需改善。

公司清偿性还本付息能力很强。清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以路产为主，质量相对较高，可对公司整体债务偿还形成较好保障。截至 2019 年末，公司受限资产占总资产比重较高，对资产流动性造成一定影响。



担保分析

广东省交通集团为“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

广东省交通集团为国有独资有限责任公司，继续承担广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设任务，现有资产规模居广东省省属国有企业首位。截至 2019 年末，广东省交通集团注册资本未发生改变，仍为 268.00 亿元，纳入合并报表范围的主要二级子公司共 17 家，由广东省交通集团经营管理的高速公路收费里程共约 7,104 公里（含参股路段），约占广东省高速公路通车里程的 75%。

截至 2019 年末，广东省交通集团资产总额为 4,245.76 亿元，净资产为 1,250.14 亿元，资产负债率为 70.56%。2019 年，广东省交通集团实现营业收入 488.07 亿元，利润总额 75.40 亿元；营业收入和利润仍主要来自车辆通行费、物流与销售商品、道路运输及工程施工等业务，车辆通行费收入在营业收入中占比仍较高，达 73.94%，毛利率仍维持在较高水平。

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

综合来看，广东省交通集团资本雄厚，业务规模领先，具有极强的偿债能力。由其为广东路桥发行的“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

偿债能力

综合来看，公司抗风险能力极强。2019 年，广东省经济、财政继续较快增长，交通运输需求旺盛，省内高速公路行业仍面临良好的发展环境；公司运营主要路段质量较高，通行费收入有所增长；公司在广东省高速公路行业内仍具有重要地位，继续得到政府和股东在资本金等方面的有力支持。同时，2020 年一季度，疫情对高速公路企业的短期经营和现金流造成较大压力，公司营业收入大幅下降，呈亏损状态；公司受限资产比重较大，大部分为被质押的高速公路收费权，资产流动性较弱；公司有息债务有所增长，在总负债中占比较高，债务负担较重。广东省交通集团为公司发行的“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“14 粤路桥 MTN001”、“15 粤路桥债/15 粤路桥”、

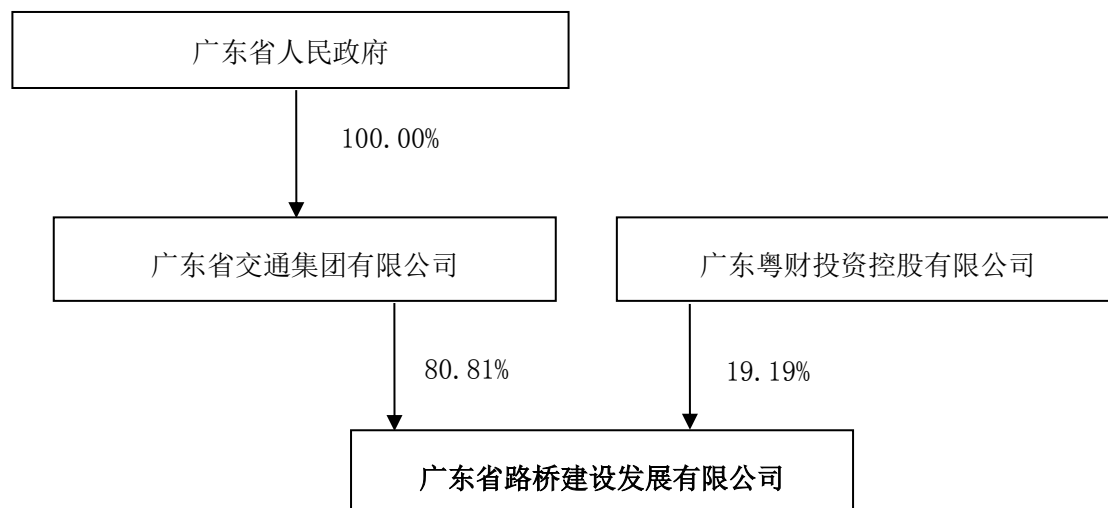


“16 粤桥 01”、“16 粤桥 02”和“18 粤桥 01”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



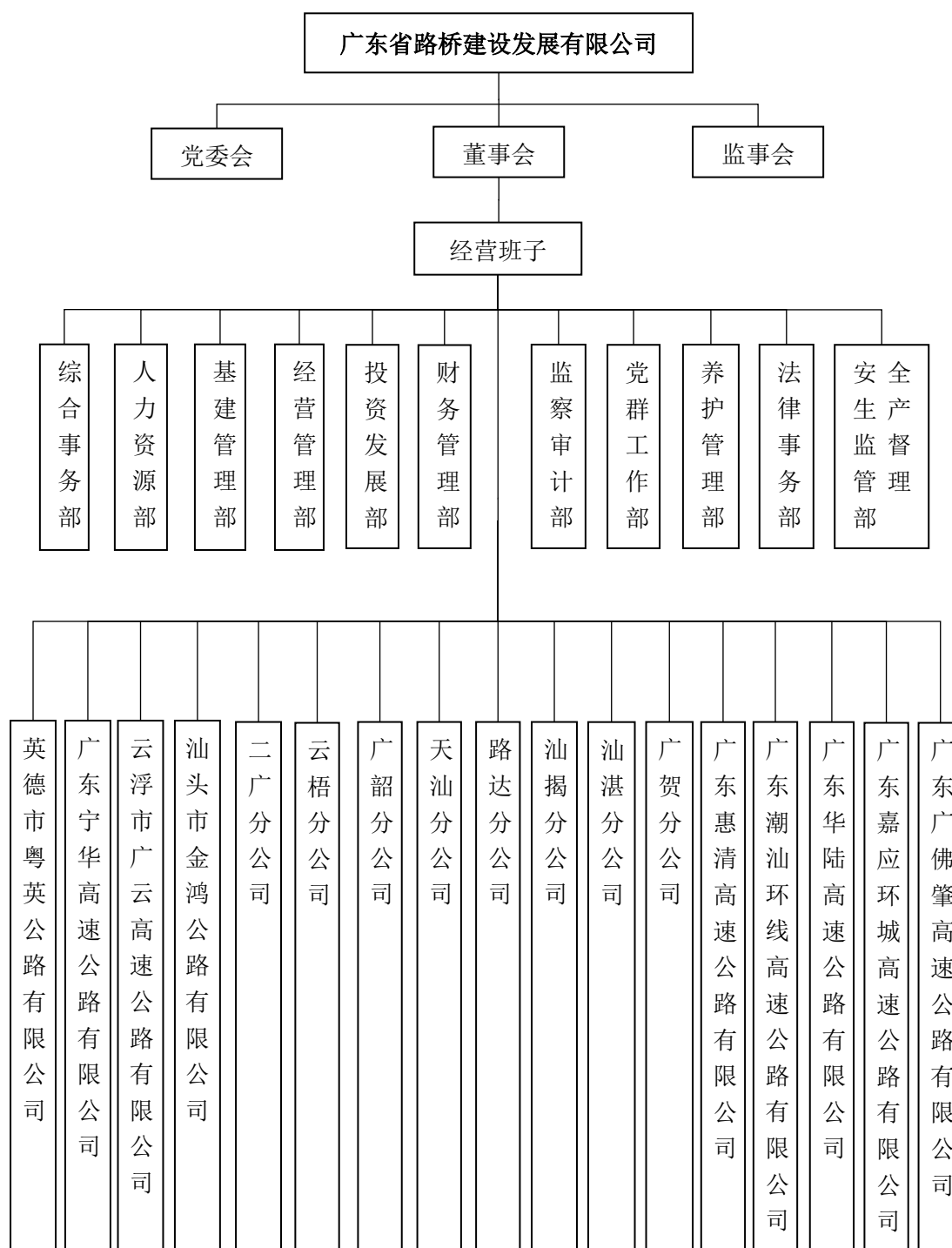
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 3 月末广东省路桥建设发展有限公司股权结构图





1-2 截至 2020 年 3 月末广东省路桥建设发展有限公司组织结构图





附件 2 主要经营指标

2-1 截至 2020 年 3 月末广东省路桥建设发展有限公司全资、控股路产情况

(单位：公里、%)

全资及控股路段			
路段名称	收费里程	控股比例	收费期限（年）
京港澳高速粤境甘塘至太和段	199.33	100.00	1998~2026
汕梅高速（路达）	64.20	100.00	1999~2029
汕梅高速（粤嘉）	29.55	100.00	2001~2030
广梧高速马安至河口段	37.42	70.00	2002~2027
天汕国家重点公路粤境蕉岭 广福至梅县城东段及梅州西环	81.58	100.00	2004~2034
汕揭高速	55.70	100.00	2006~2031
广梧高速河口至平台段	98.70	100.00	2010~2035
二广高速怀集至三水段（广贺）	116.87	100.00	2010~2035
云罗高速双凤至双东段	32.40	100.00	2012~2037
云罗高速双东-替滨段	33.00	100.00	2013~2038
二广高速粤境连州至怀集段	186.85	100.00	2014~2038
汕湛高速公路揭西大溪至博罗石坝段	167.26	100.00	2015~2040
广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段（试运营）	174.88	75.00	2016~2041
兴汕高速兴宁至五华段（试运营）	83.98	90.00	2017~2042
京港澳高速粤境甘塘至太和段	199.33	100.00	1998~2026
汕梅高速（路达）	64.20	100.00	1999~2029
汕梅高速（粤嘉）	29.55	100.00	2001~2030
广梧高速马安至河口段	37.42	70.00	2002~2027
天汕国家重点公路粤境蕉岭 广福至梅县城东段及梅州西环	81.58	100.00	2004~2034
合计	1,361.22	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 广东省路桥建设发展有限公司主要财务数据

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
资产类				
货币资金	237,458	198,975	647,038	487,596
其他应收款	74,417	74,252	97,255	94,274
预付款项	-	1,125	20,814	104,912
流动资产合计	472,461	376,580	774,175	719,802
可供出售金融资产	109,753	136,069	57,737	216,426
长期股权投资	31,701	31,689	31,750	196,414
固定资产	6,502,700	6,562,962	6,173,306	6,468,309
在建工程	3,314,884	3,113,859	2,763,279	1,590,187
无形资产	2,289,832	2,304,083	2,255,234	2,202,030
非流动资产合计	12,397,676	12,305,051	11,456,245	10,779,674
资产合计	12,870,137	12,681,631	12,230,420	11,499,477
占资产总额比 (%)				
货币资金	1.85	1.57	5.29	4.24
其他应收款	0.58	0.59	0.80	0.82
预付款项	-	0.01	0.17	0.91
流动资产合计	3.67	2.97	6.33	6.26
可供出售金融资产	0.85	1.07	0.47	1.88
长期股权投资	0.25	0.25	0.26	1.71
固定资产	50.53	51.75	50.48	56.25
在建工程	25.76	24.55	22.59	13.83
无形资产	17.79	18.17	18.44	19.15
非流动资产合计	96.33	97.03	93.67	93.74
负债类				
应付票据及应付账款	86,965	110,237	148,798	204,671
其中: 应付账款	86,965	110,237	148,798	204,671
其他应付款	313,930	196,450	258,428	260,206
一年内到期的非流动负债	198,606	262,028	251,182	214,415
流动负债合计	656,368	625,980	674,027	716,320
长期借款	7,260,906	6,977,181	7,052,885	6,179,886
应付债券	1,000,000	1,000,000	1,000,000	800,000
长期应付款	50,430	50,997	85,765	198,422
非流动负债合计	8,838,338	8,549,223	8,278,803	7,322,560
负债合计	9,494,706	9,175,203	8,952,830	8,038,880



3-2 广东省路桥建设发展有限公司主要财务数据

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
占负债总额比 (%)				
应付票据及应付账款	0.92	1.20	1.66	2.55
其中: 应付账款	0.92	1.20	1.66	2.55
其他应付款	3.31	2.14	2.89	3.24
一年内到期的非流动负债	2.09	2.86	2.81	2.67
流动负债合计	6.91	6.82	7.53	8.91
长期借款	76.47	76.04	78.78	76.87
应付债券	10.53	10.90	11.17	9.95
长期应付款	0.53	0.56	0.96	2.47
非流动负债合计	93.09	93.18	92.47	91.09
权益类				
实收资本或股本	909,552	909,552	909,552	909,552
资本公积	2,191,619	2,191,619	2,072,564	2,136,268
盈余公积	70,263	70,263	62,359	56,685
未分配利润	-47,617	55,302	10,478	14,854
少数股东权益	176,347	184,690	185,763	306,364
所有者权益合计	3,375,430	3,506,428	3,277,590	3,460,597
损益类				
营业收入	72,007	684,773	667,102	529,619
营业成本	98,513	389,278	380,247	266,483
管理费用	7,084	31,032	26,025	24,160
财务费用	78,858	209,296	229,977	176,283
投资收益	11	11,228	9,497	-23,115
营业利润	-112,004	62,253	36,723	36,567
利润总额	-111,137	63,047	38,510	37,938
净利润	-111,262	59,061	19,061	14,685
占营业收入比 (%)				
营业成本	136.81	56.85	57.00	50.32
管理费用	9.84	4.53	3.90	4.56
财务费用	109.51	30.56	34.47	33.28
营业利润	-155.55	9.09	5.50	6.90
利润总额	-154.34	9.21	5.77	7.16
净利润	-154.52	8.62	2.86	2.77
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	59,120	511,122	520,658	408,646
投资活动产生的现金流量净额	-219,044	-1,015,101	-1,122,024	-1,146,584
筹资活动产生的现金流量净额	198,406	49,581	760,808	582,598



3-3 广东省路桥建设发展有限公司主要财务指标

(单位: 万元、%)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
主要财务指标				
EBIT	-111,137	275,385	258,238	216,232
EBITDA	-111,137	533,208	527,734	412,288
总有息债务	8,509,512	8,720,542	8,396,963	7,392,727
毛利率	-36.81	43.15	43.00	49.68
营业利润率	-155.55	9.09	5.50	6.90
总资产报酬率	-0.86	2.17	2.11	1.88
净资产收益率	-3.30	1.68	0.58	0.42
资产负债率	73.77	72.35	73.20	69.91
债务资本比率	71.60	71.32	71.93	68.11
长期资产适合率	98.52	97.97	100.87	100.03
流动比率(倍)	0.72	0.60	1.15	1.00
速动比率(倍)	0.72	0.60	1.15	1.00
保守速动比率(倍)	0.36	0.32	0.96	0.68
应收账款周转天数(天)	49.23	1.60	1.09	1.04
经营性净现金流/流动负债	9.22	78.63	74.90	60.42
经营性净现金流/总负债	0.63	5.64	6.13	5.36
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	1.40	1.43	1.31
EBIT 利息保障倍数(倍)	-	0.75	0.71	0.69
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.46	1.45	1.32
现金比率	36.18	31.79	96.00	68.07
现金回笼率	78.59	102.58	102.22	102.26
担保比率	-	0.05	2.19	0.07



3-4 广东省交通集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
资产类				
货币资金	2,202,858	2,368,945	2,807,528	1,955,981
存货	847,014	769,980	248,696	474,967
流动资产合计	3,848,296	3,804,531	3,831,443	3,301,401
固定资产	24,721,924	25,016,797	24,361,593	21,350,409
在建工程	8,166,407	7,765,220	5,885,888	7,417,821
无形资产	3,170,202	3,192,710	3,161,896	3,135,702
非流动资产合计	38,700,650	38,653,095	35,959,589	33,954,334
资产总计	42,548,946	42,457,626	39,791,032	37,255,735
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.18	5.58	7.06	5.25
存货	1.99	1.81	0.63	1.27
流动资产合计	9.04	8.96	9.63	8.86
固定资产	58.10	58.92	61.22	57.31
在建工程	19.19	18.29	14.79	19.91
无形资产	7.45	7.52	7.95	8.42
非流动资产合计	90.96	91.04	90.37	91.14
负债类				
应付账款	894,340	1,248,942	947,060	1,333,411
其他应付款	1,395,913	1,242,798	1,236,241	858,620
一年内到期的非流动负债	664,004	866,769	959,218	1,067,583
流动负债合计	3,496,088	3,765,456	3,536,006	4,265,136
长期借款	22,339,574	21,707,894	21,167,440	19,062,786
应付债券	3,282,394	3,207,629	2,923,634	2,627,531
非流动负债合计	27,002,544	26,190,816	24,576,712	22,136,514
负债合计	30,498,632	29,956,271	28,112,718	26,401,650
占负债总额比 (%)				
应付账款	2.93	4.17	3.37	5.05
其他应付款	4.58	4.15	4.40	3.25
一年内到期的非流动负债	2.18	2.89	3.41	4.04
流动负债合计	11.46	12.57	12.58	16.15
长期借款	73.25	72.47	75.29	72.20
应付债券	10.76	10.71	10.40	9.95
非流动负债合计	88.54	87.43	87.42	83.85



3-5 广东省交通集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
权益类				
股本	2,680,000	2,680,000	2,680,000	2,680,000
资本公积	4,379,859	4,378,969	4,072,996	3,705,724
盈余公积	285,055	285,055	260,854	236,892
未分配利润	1,564,147	1,949,459	1,796,632	1,505,282
归属于母公司所有者权益合计	9,080,053	9,490,226	8,960,945	8,253,570
少数股东权益	2,970,260	3,011,128	2,717,369	2,600,515
所有者权益合计	12,050,314	12,501,354	11,678,314	10,854,085
损益类				
营业收入	478,040	4,880,709	4,681,247	4,515,921
营业成本	602,482	3,079,151	2,918,190	2,837,849
管理费用	53,153	281,446	264,614	300,836
财务费用	254,262	884,317	791,172	687,312
投资收益	9,908	109,917	204,349	127,315
营业利润	-423,588	751,450	916,847	809,720
利润总额	-420,552	753,964	928,490	820,851
净利润	-423,995	525,413	679,981	591,963
归属于母公司所有者的净利润	-385,312	268,805	399,346	339,779
占营业收入比 (%)				
营业成本	126.03	63.09	62.34	62.84
管理费用	11.12	5.77	5.65	6.66
财务费用	53.19	18.12	16.90	15.22
营业利润	-88.61	15.40	19.59	17.93
利润总额	-87.97	15.45	19.83	18.18
净利润	-88.69	10.77	14.53	13.11
归属于母公司所有者的净利润	-80.60	5.51	8.53	7.52
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	137,012	2,722,254	2,448,000	2,051,662
投资活动产生的现金流量净额	-822,940	-2,747,442	-3,076,501	-2,279,508
筹资活动产生的现金流量净额	529,560	-390,857	1,415,035	-385,112



3-6 广东省交通集团有限公司主要财务指标

(单位：万元、倍)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
主要财务指标				
EBIT	-420,552	1,643,057	1,811,016	1,602,798
EBITDA	-	3,154,994	3,067,214	2,708,257
总有息债务	26,457,690	26,757,026	25,169,743	23,002,339
毛利率	-26.03	36.91	37.66	37.16
营业利润率	-88.61	15.40	19.59	17.93
总资产报酬率	-0.99	3.87	4.55	4.30
净资产收益率	-3.52	4.20	5.82	5.45
资产负债率 (%)	71.68	70.56	70.65	70.87
债务资本比率 (%)	68.71	68.16	68.31	67.94
长期资产适合率 (%)	100.91	100.10	100.82	97.16
流动比率	1.10	1.01	1.08	0.77
速动比率	0.86	0.81	1.01	0.66
保守速动比率	0.63	0.63	0.79	0.46
存货周转天数 (天)	120.77	59.55	44.64	55.25
应收账款周转天数 (天)	26.76	10.42	11.64	11.19
经营性现金净流/流动负债 (%)	3.77	74.57	62.76	50.51
经营性现金净流/总负债 (%)	0.45	9.38	8.98	7.85
经营现金流利息保障倍数	-	2.36	2.13	1.84
EBIT 利息保障倍数	-	1.43	1.58	1.44
EBITDA 利息保障倍数	-	2.74	2.67	2.42
现金比率 (%)	63.01	62.91	79.40	45.86
现金回笼率 (%)	109.77	103.65	107.41	97.44
担保比率 (%)	-	13.20	14.10	15.20



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁴ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁵ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)

⁴ 一季度取 90 天。

⁵ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 少数股东权益 + 长期负债）/（固定资产 + 长期股权投资 + 无形及递延资产）× 100%



附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。