

广东省路桥建设发展有限公司 2021 年度跟踪评级 报告

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级的信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1050号

广东省路桥建设发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 粤桥 02”和“21 粤桥 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持广东省路桥建设发展有限公司（以下简称“广东路桥”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通集团”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“18粤桥02”和“21粤桥01”的信用等级为**AAA**，其中“18粤桥02”的债项级别考虑了广东交通集团为提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2020年公司外部环境良好、路产规模大且区位优势明显以及担保方实力强等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。但同时，中诚信国际也关注到高速公路收费政策变化、整体债务规模和财务杠杆仍处高位以及子公司股权划转等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

广东路桥（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,227.88	1,268.16	1,126.18	1,124.57
所有者权益合计（亿元）	331.57	350.64	310.58	311.75
总债务（亿元）	838.98	872.05	776.78	783.13
营业总收入（亿元）	66.71	68.48	57.77	19.41
净利润（亿元）	2.05	5.91	3.76	1.35
EBITDA（亿元）	52.92	53.32	53.60	--
经营活动净现金流（亿元）	52.07	51.11	44.99	17.08
资产负债率（%）	73.00	72.35	72.42	72.28
广东交通集团（合并口径）	2018	2019	2020	
总资产（亿元）	3,969.12	4,245.76	4,462.88	
所有者权益合计（亿元）	1,164.31	1,250.14	1,250.96	
总债务（亿元）	2,515.06	2,675.70	2,908.79	
营业总收入（亿元）	470.37	491.12	409.27	
净利润（亿元）	67.91	52.54	16.59	
EBITDA（亿元）	296.59	315.50	273.35	
经营活动净现金流（亿元）	244.32	272.23	149.47	
资产负债率（%）	70.67	70.56	71.97	

注：1、中诚信国际根据广东路桥及广东交通集团 2018-2020 年审计报告及广东路桥 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、已将其他应付款中的有息债务调整至短期债务，将其他非流动负债和长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、广东路桥未提供 2021 年第一季度现金流量补充资料及利息支出，故相关指标失效。

正面

- **外部环境良好。**我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，加之广东省较强的区域经济实力均为高速公路行业发展及公司高速公路业务提供有力支撑。
- **公司路产规模较大且区位优势明显。**截至 2021 年 3 月末，公司全资及控股高速公路 1,455.69 公里，约占全省高速公路通车里程的 14.56% 左右。公司所辖高速公路大多处于广东省高速中的主干架，路产地理位置优越。
- **担保方实力较强。**公司控股股东广东交通集团作为担保方为

同行业比较

2020 年部分同类型企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广东省路桥建设发展有限公司	1,126.18	310.58	72.42	57.77	3.76	44.99
重庆高速公路集团有限公司	2,155.38	661.16	69.32	231.49	0.44	84.34
北京市首都公路发展集团有限公司	2,311.42	955.73	58.65	102.91	-12.96	36.10
四川高速公路建设开发集团有限公司	2,915.95	925.31	68.27	256.06	-13.14	64.23

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 粤桥 02	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2018/11/20~2033/11/20	--
21 粤桥 01	AAA	AAA	2021/04/09	15.00	15.00	2021/04/20~2029/04/20	附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

“18 粤桥 02”本息的偿付提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。广东交通集团系于 2000 年成立的国有独资公司，承担着广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设及运营管理任务，现有资产规模位居广东省省属国有企业首位，具备较强的综合实力和担保实力。

关注

■ **高速公路收费政策变化对公司经营的影响。**燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费通行、绿色通道等多项收费公路相关政策近年陆续出台，以及 2020 年国内新冠疫情期间免收收费公路车辆通行费等，上述事项对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策等变化值得关注。

■ **公司整体债务规模、财务杠杆水平平均仍处高位。**随着在建工程的不断推进，近年来公司的债务规模和财务杠杆亦处于较高水平，截至 2021 年 3 月末，公司的债务规模、资产负债率和总资产资本化比率分别为 783.13 亿元、72.28% 和 71.53%。

■ **子公司股权划转对公司资产规模和收入增长前景的影响。**公司将所持广东广佛肇高速公路有限公司（以下简称“广佛肇高速”）35% 股权无偿划转至广东交通实业投资有限公司（以下简称“交通投资公司”），划转后公司持有广佛肇高速 40% 股权，不再纳入合并范围。上述股权划转对公司资产规模有所削弱，也对公司通行费收入增长前景产生一定影响。

评级展望

中诚信国际认为，广东省路桥建设发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司核心高速公路路产剥离、高速公路运营规模或通行费大幅下降等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18粤桥02”募集资金15.00亿元，其中7.50亿元用于汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段项目工程建设，7.50亿元用于潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目工程建设；“21粤桥01”募集资金15.00亿元，拟用于偿还公司有息债务。根据公司提供的说明，截至2021年3月末，“18粤桥02”募集资金均已全部使用完毕，用途符合国家规定；截至2021年5月末，“21粤桥01”募集资金已按计划使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国

有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

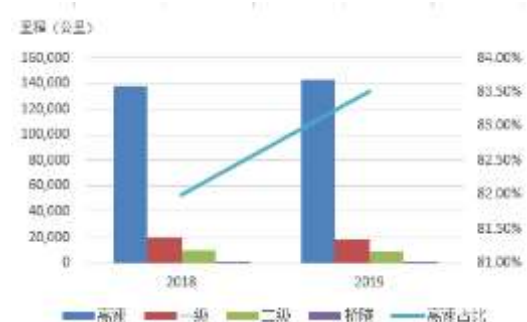
近年来我国公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路网络规模的扩大、高速铁路的大量投运以及新冠疫情下免收高度公路通行费，已对公路客运带来冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。

全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程的 3.4%。按技术等级划分，高速公路 14.28 万公里，一级公路 1.86 万公里，二级公路 0.87 万公里，独立桥梁及隧道 1,024 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 9.39 万公里，占全国收费公路里程的 54.9%；经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 1：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》

运输量方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。

表 1：2020 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
运输总量	196,618.3	-1.0	470.6	-0.5	19,251.4	-45.5	96.7	-45.1

资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

广东省地理位置优越，交通运输业发达，综合经济实力排名前列并且财政实力雄厚

广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，是我国第一经济大省。广东省幅员面积 17.97 万平方公里。广东省下辖 21 个地级市，截至 2020 年末，广东省户籍人口 9,808.66 万人。

广东省是中国南部的综合交通枢纽。广东省拥有优良的港口资源有广州港、深圳港、汕头港和湛江港等。陆运方面，广东省拥有京广、京九、广深等 12 条铁路网，2020 年高铁客运量占全部铁路客运量的比重为 83.8%。公路方面，截至 2020 年末全省公路通车里程 22.2 万公里，其中，高速公路里程 10,488 公里，城际交通便利。空运方面，广东拥有广州白云国际机场、深圳宝安国际机场以及珠海、汕头等区域性机场，2020 年全省民航旅客运输总量和周转量分别为 8,878 万人和 1,426.35 亿人公里，受疫情影响分别较上年下降 36.3% 和 46.0%。

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续居全国前列。2017~2020 年，广东省实现地区生产总值（GDP）分别为 89,879.23 亿元、97,277.77 亿元、107,671.07 亿元和 110,760.94 亿元，GDP 增速分别为 7.5%、6.8%、6.2% 和 2.3%，2020 年全省经济增速与全国增速相当。2020 年三次产业结构比为 4.3:39.2:56.5，得益于金融业及房地产业

的快速增长，2020 年广东省第三产业占 GDP 比重较 2017 年上升 2.5 个百分点，产业结构持续优化。

工业运行方面，2018~2020 年广东省工业增加值分别同比增长 5.9%、4.6% 和 1.3%。2020 年广东规模以上工业增加值增长 1.5%，支柱行业生产加快，电器机械和器材制造业、汽车制造业增加值分别增长 8.0%、6.6%；与防疫物资生产相关的行业保持较快增长，医药制造业增长 12.0%、化学纤维制造业增长 22.5%。传统行业稳步恢复，其中纺织业增长 7.9%。先进制造业占比提升，全年先进制造业增加值同比增长 3.4%，占规模以上工业增加值的 56.1%，占比同比提高 1.2 个百分点。

图 2：2015~2020 年广东省 GDP 及增速情况


资料来源：广东省统计局，中诚信国际整理

固定资产投资方面，2020 年，广东省固定资产投资同比增长 7.2%。在高标准农田和生猪规模化养殖场的新建和改扩建带动下，第一产业投资增长 81.0%，增幅比上年大幅提高 99.0 个百分点。高技术制造业投资加快，同比增长 6.9%，增幅同比提高 7.9 个百分点，其中在口罩、防护服、手套等医疗物资需求增大带动下，医药制造业、医疗设备及仪器仪表制造业投资分别增长 82.9% 和 31.5%。新经济

发展和防疫要求对电子信息、网络相关设备需求大量增加，全年电子计算机及办公设备制造业投资增长 60.5%。

财政方面，2018~2020 年，广东省一般公共预算收入分别为 12,102.90 亿元、12,651.46 亿元和 12,922.97 亿元，其中税收收入是其主要收入来源，占一般公共预算收入比重在 80%左右。2020 年广东省税收收入负增长 1.8%，其中主体税种¹收入负增长 3.5%，主要是受新冠肺炎疫情和落实减税政策影响；同期非税收入增长 17.4%，主要是为应对疫情影响各级采取措施盘活政府资源资产，国有资源（资产）有偿使用收入增长 62.9%。财政支出方面，2018~2020 年，广东省一般公共预算支出分别为 15,737.37 亿元、17,314.12 亿元和 17,484.67 亿元。财政平衡方面，同期广东省财政平衡率分别为 76.91%、73.07%和 73.91%，整体财政自给能力较强。

表 2：2018~2020 年广东省财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	12,102.90	12,651.46	12,922.97
其中：税收收入	9,737.33	10,062.35	9,881.21
非税收入	2,365.57	2,589.11	3,040.76
政府性基金收入	5,886.85	6,111.99	8,642.42
一般公共预算支出	15,737.37	17,314.12	17,484.67
政府性基金支出	5,474.04	6,290.68	9,572.77
财政平衡率	76.91%	73.07%	73.91%
税收占比	80.45%	79.54%	76.46%

数据来源：广东省财政厅网站，中诚信国际整理

总的来看，广东省作为国内经济发达省份，经济发展势头良好，整体经济水平较高，经济总量位居全国前列。广东省极强的经济水平为收费公路行业的发展提供了强有力的保障。

2020 年广佛肇高速股权划出对公司资产规模和收入增长前景造成一定影响，需关注公司未来可能的资产划转情况

2020 年 4 月 16 日，公司发布公告称，为减少公司在项目管理方面的协调环节，提高管理效率和发挥集团协同优势，公司拟将子公司广东广佛肇高

速公路有限公司（以下简称“广佛肇高速”）35%股权无偿划转至广东省交通集团子公司交通投资公司。根据公司股东会决议和公开资料，上述股权划转基准日为 2019 年 12 月 31 日，已于 2020 年 12 月 11 日完成工商变更登记。

截至 2020 年末，广佛肇高速总资产 227.98 亿元，净资产 44.33 亿元，持有广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段资产。该段路产于 2020 年 1 月 1 日开始进入正式运营阶段，此前试运营阶段产生的收入及成本均通过“在建工程-工程项目-待摊基建支出-试运行净损益”科目予以资本化处理，因此截至划转日，广佛肇高速尚未产生营业收入及利润。2020 年正式运营期间，广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段日均通行量为 1.76 万辆/日，较 2019 年日均通行量 1.71 万辆/日有小幅上升，同期，广佛肇高速实现通行费收入 4.00 亿元。划转后，公司持有广佛肇高速 40%股权，不再纳入合并范围。

中诚信国际认为，广佛肇高速股权划出对公司资产规模有所削弱，也对公司合并口径通行费收入增长前景产生一定影响，中诚信国际将对公司未来可能的资产划转情况保持持续关注。

疫情对高速公路运营产生较大短期影响，但公司高速公路路产地理位置优越、资产质量优异，稳定且高质量的经营性路产为公司收入来源提供了有利的保障

高速公路投资运营是公司主要的业务，通行费收入是公司收入和利润的主要来源。

截至 2021 年 3 月末，公司全资、控股的高速公路主要包括京珠高速粤境甘塘至太和段、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以及汕梅高速（路达）等 20 条，通车总里程数为 1,455.69 公里，占广东省全省高速公路通车里程的 14.56%；由于广佛肇高速部分股权的划出，公司路产占比较 2019 年末有所下降。公司路产均为经营性公路，且属于国高网组成部分，主要由公司本部

¹ 主体税种指增值税、企业所得税和个人所得税；其余为中小税种。

及其子公司负责日常经营管理。

路产区位方面，公司全资、控股路段大多处于广东省高速路网，其中，京珠高速公路粤境韶关甘塘至广州太和段是国家“五纵七横”规划项目的重要组成部分，该路段北起韶关甘塘、接京珠北高速公路，经曲江、翁源、英德、佛冈、从化、花都，南至广州白云区太和镇，与广州市北二环高速公路和华南快速干线相连，全长 199.33 公里；汕梅高速（路达段）含 S12 梅龙高速梅州至梅南段和 G78 汕昆高速清潭至畚江段、北斗至清潭段（左线）、新亨至北斗段，项目东接梅河高速，南接汕梅高速（揭段），路线经梅县、丰顺县、揭东县三地，是国家“7918”高速公路网 G78 汕头至昆明、G25 长春至深圳、S12 梅州至龙岩粤境段的重要干线；广梧高

速公路河口至平台段是国家高速公路 7918 网中广州-昆明高速公路的组成部分，路线全长 98.70 公里，与广昆高速公路（G80）的广梧高速公路一期工程云浮东互通立交相接，经云安县六都镇、高村镇，郁南县东坝镇、连滩镇（设双凤互通式立交接云罗高速公路（S51）、历洞镇、宝珠镇、建成镇、桂圩镇、都城镇，终于郁南县平台镇，与广西苍梧至郁南高速公路相连；广贺高速西接二广高速怀集至连州段，经怀集县、广宁县及四会市，东接广三高速，是国家高速公路“7918”网二连浩特至广州高速公路粤境段的重要组成部分，也是广东省高速公路网“第七纵”的重要组成部分。整体而言，目前公司主要运营高速公路区域位置较好，在广东省高速主干线中地位较为重要，且剩余收费年限较长，有利于其获得持续稳定的高速公路通行费收入。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司主要运营高速公路情况

序号	高速公路名称	通车里程	高速公路性质	持股比例	收费权期限	通车时间	总投资	资本金比例
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	199.33	国高网	100%	2001-2026	2001.01.20	107.58	35%
2	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	国高网（西环三期为省高网）	100%	2003-2034	2006.12.30	22.66	35%
3	汕梅高速（路达）	64.20	国高网（程江至畚江段为省高网）	100%	2001-2030	2002.12.28	18.73	40%（清潭至畚江段 35%）
4	汕梅高速（粤嘉）	29.55	国高网	100%	2001-2030	2002.02.08	11.86	
5	汕揭高速云路至新亨段	21.40	国高网	100%	2006-2031	2006.12.30		35%
6	汕揭高速庵埠至云路段	15.40	国高网	100%	2010-2035	2010.12.31	45.48	35%
7	汕揭高速月浦至庵埠段	12.50	国高网	100%	2012-2037	2012.01.12		35%
8	汕揭高速泰山至月浦、外砂段	6.40	国高网	100%	2014-2039	2014.12.31		35%
9	广梧高速公路马安至河口段（广云）	37.42	国高网	70%	2004-2027	2004.12.24	13.53	35%
10	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	98.70	国高网	100%	2010-2035	2010.06.30	86.50	35%
11	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	31.90	国高网	100%	2012-2037	2012.12.29	60.32	25%
12	云罗高速公路双东-替滨段	33.00	国高网	100%	2013-2038	2012.12.29		25%
13	二广高速怀集至三水段（广贺）	116.87	国高网	100%	2010-2035	2010.12.10	91.85	35%
14	二广高速公路粤境连州至怀集段	186.85	国高网	100%	2014-2039	2014.12.31	162.07	35%
15	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	167.26	国高网	100%	2015-2040	2015.12.30	200.95	25%
16	兴汕高速兴宁至五华段	83.98	国高网	90%	2017-2042	2017.09.28	74.99	35%
17	汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段	125.75	国高网	91.45%	2020-2045	2020.10.18	207.92	40%

18	兴(宁)汕(尾)高速公路五华至陆河段	48.20	国高网	46.47%	2020-2045	2020.11.18	51.47	40%
19	潮汕环线高速公路(含潮汕联络线)项目	78.94	国高网	80.85%	2020-2045	2020.12.28	152.21	40%
20	梅大高速公路梅州东环支线项目	16.46	国高网	63.13%	2020-2045	2020.11.18	19.97	40%
合计		1,455.69	-	-	-	-	1,328.09	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行量方面，随着汽车保有量及路产规模的增加，公司控股高速公路交通流量呈逐年递增趋势，运营环境较好。2020年，公司主要运营路段通行总量达1.23亿辆，较上年小幅增加0.10亿元辆，公司路产日均车流量为33.76万辆/日，同比增长6.8%。其中二广高速怀集至三水段(广贺)、广州至梧州高速公路马安至河口段、京珠高速粤境甘塘至太和段及汕揭高速通行量较大，2020年上述路段日均通行量分别为5.46万辆/日、4.94万辆/日、4.43万辆/日和3.66万辆/日。通行费收入方面，得益于公司控股高速路段均为国高网重要路段，区位优势明显，尤其近年随着路产规模的逐年增加，2017~2019年公司通行费收入稳定增长，但受疫情期期间免收通行费政策影响，2020年通行费收入同比减少10.68亿元至57.22亿元；2021年一季度，公司通行费收入为19.25亿元。

公司主要运营路段中，京珠高速粤境甘塘至太和段高速(广韶/京珠南)、二广高速粤境段(包括怀集至三水段)和汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段路段对公司收入贡献最大，2020年上述路段的通行费收入在公司通行费收入中的占比达到67.62%，同比下降1.88个百分点。

京珠高速粤境甘塘至太和段是国高网规划项

表 4：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司主要高速公路运营情况（标准车辆万次/日、亿元）

序号	高速公路名称	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1~3 月	
		日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入
1	京珠高速粤境甘塘至太和段(广韶/京珠南)	4.27	17.99	4.24	17.88	4.43	14.71	4.72	4.91
2	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	1.25	1.62	1.36	1.75	1.77	1.80	1.74	0.55
3	汕梅高速	3.15	4.35	2.98	4.36	3.33	3.84	3.36	1.21
4	汕揭高速	3.46	3.55	3.44	3.43	3.66	2.88	3.59	0.88
5	广梧高速公路马安至河口段(广云)	5.26	3.17	4.97	2.91	4.94	2.27	4.78	0.69

目的重要组成部分，设计标准为双向六车道，车流量较大，长年处于超饱和运营状态。二广高速连接内蒙古二连浩特和广东省广州市，全长2,685公里，是纵贯中国南北的大动脉，国家高速公路网规划(71118网)中的第6纵。公司下属二广高速粤境段位于二广高速的南端，包括怀集至三水段以及连州至怀集段，是连接广东省和湖南省的又一重要通道，截至2020年末，二广高速粤境段总通车里程为303.72公里，占二广高速总通车里程的11.31%。预计未来，随着该路段车流量的持续培育和区域经济的不断发展，该路段通行费收入将得到进一步提升。

近年来，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的通行量持续上升，其中，疫情背景下该段路产2020年日均通行量较2019年水平大幅上升30.15%，主要系蕉岭县G205线山桥与2020年5月25日至9月30日实施全封闭，行驶国省道的车辆分流至高速公路行驶，而解封后亦分时段限制大货车通行，所有货运车辆、长途客车，均绕G25长深高速公路文福-城东段通行，增加了公司该段路产的通行量。

6	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	2.88	4.48						
7	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	1.94	1.37	2.84	7.71	2.68	5.74	2.71	1.82
8	云罗高速公路双东-替滨段	4.42	2.35						
9	二广高速怀集至三水段（广贺）	4.68	11.62	5.13	12.36	5.46	10.35	6.31	3.75
10	二广高速公路粤境连州至怀集段	1.83	5.70	1.83	5.90	1.93	4.73	2.48	1.91
11	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段（揭博）	2.94	10.01	3.34	11.05	3.31	8.90	3.48	2.93
12	兴汕高速兴宁至五华段（宁华）	1.15	-	1.48	0.56	1.98	1.45	2.63	0.60
合计		37.23	66.22	31.61	67.90	33.49	56.67	35.80	19.25

注：2020年通行费收入未包含广佛肇高速1~4月通行费0.55亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年因公司经营路产持续增加及新通车路产运行逐渐成熟，公司运营高速公路车流量有所增长。收费标准方面，根据省人民政府《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日起，全省高速公路（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《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）。客车车型仍按照座位数分成4类，并分类计费；货车由计重收费统一改为按车（轴）型收费。客车、货车执行相同的收费费率，即四车道高速公路0.45元/标准车公里、六车道及以上高速公路0.6元/标准车公里，并在基本费率的基础上按类乘以对应收费系数。

车型分类调整和车（轴）型收费实施后，对合法装载的客车和货车收费水平基本持平，但对载重较高车辆的收费水平略有下降，公司当期高速公路通行费收入同比有所下降。

表5：广东省高速公路客车收费标准

车型	客车（座位数）	收费系数
1	客车≤9座	1
2	10座≤客车≤19座	1.5
3	客车20座-39座（含）	2
4	客车≥40座	3

资料来源：广东省公路管理局

表6：广东省高速公路货车收费标准

类别	车型及规格	收费系数
1	二轴（车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg）	1
2	二轴（车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg）	2.1

3	三轴	3.16
4	四轴	3.75
5	五轴	3.86
6	六轴	4.09

资料来源：广东省公路管理局

道路分流方面，目前公司部分控股路产受其他路桥分流比较明显，其中京珠高速粤境甘塘至太和段受106国道翁城至鳌头段分流影响；天汕受2020年末通车的梅州东环分流影响；汕梅高速受梅汕高铁、国道206畚江至附城段及2020年底建成通车的东环、大潮高速公路分流影响；汕揭高速受梅汕高铁及东环、大潮、潮汕环线高速公路分流影响，汕湛高速汕揭段因延迟通车暂未对汕揭高速产生分流影响；广云、云梧、广贺、广肇受2019年12月底通车的清云高速分流影响，此外，云梧还受广西兴六高速施工分流以及2020年底通车的怀阳高速公路分流影响，广贺受2021年2月底恢复通车的马房大桥分流影响；揭博、宁华高速受2020年末通车的兴汕高速五华至陆河段、陆河至汕尾段及紫惠高速分流影响。

结算方面，相较于2019年未发生变化；道路养护方面，2020年公司公路养护支出为4.18亿元。其中2019年，公司根据定期检查结果，部分路段抗滑不足，以及2020年十四五“国评”的需要，进行了大量路面处治工作，同时按照上级单位要求，开展服务区提质升级、服务区污水处理以及拆除省界收费站等工作，因此2020年度发生的养护和维修支出费用较2019年有所减少。

表7：2018~2020年及2021年1~3月公司高速公路养护和维修支出情况（万元）

序号	高速公路名称	2018	2019	2020	2021.1~3
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	7,435.00	11,424.00	8,858.00	651.00
2	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	1,936.00	3,401.00	1,881.00	446.00
3	汕梅高速（路达）	4,568.00	3,705.00	2,270.00	986.00
4	汕梅高速（粤嘉）	3,273.00	4,200.00	1,500.00	96.00
5	汕揭高速	4,923.00	6,157.00	3,776.00	4.00
6	汕湛高速	1,995.00	1,617.00	2,596.00	100.00
7	广梧高速公路马安至河口段（广云）	5,743.00			
8	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	959.00	12,782.00	8,689.00	100.00
9	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	5,301.00	7,522.00	6,866.00	406.00
10	二广高速怀集至三水段（广贺）	5,842.00	6,767.00	1,086.00	51.00
11	兴汕高速兴宁至五华段	0.00	736.04	4,166.00	-
12	汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段	0.00	0.00	82.00	-
13	兴（宁）汕（尾）高速公路五华至陆河段	--	--	-	22.00
14	梅大高速公路梅州东环支线项目	--	--	-	19.00
合计	-	41,975.00	58,311.00	41,770.00	2,881.00

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司高速公路路产地理位置优越、资产质量优异，稳定且高质量的经营性路产为公司收入来源提供了有利的保障；新冠疫情对公司2020年的通行费收入和盈利水平已产生较大负面影响，但其对公司营收及盈利表现的影响更多体现为阶段性而非趋势性，疫情未削弱公司的区域地位和路产竞争力。广佛肇高速股权划出对公司收入增长前景亦造成一定影响，但从未来增长趋势来看，随着公司公路路产规模的持续增加，成熟期高速客流量的自然增长、培育期的高速公路步入成熟期，公司通行费收入仍有望实现增长。

高速公路建设主要为存量项目建设，仍存在一定的

资本支出压力

目前，公司的高速公路建设多为存量项目，并且随着项目建设的逐步推进陆续进入尾声。在建项目方面，截至2020年末，公司在建的高速公路主要为潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）京灶大桥项目、二广高速连山-贺州支线项目以及二广高速连州连接线项目等3个工程，在建高速公路里程共计约14.47公里。从总投资方面看，公司在建项目总投资38.63亿元，截至2021年3月末，已投资0.45亿元，后续仍有38.18亿元的资金尚需投入，其中2021年4~12月计划投资7.09亿元；同期末，公司暂无拟建高速公路项目。

表8：截至2021年3月末公司主要在建高速公路项目情况（公里，亿元）

项目	建设时间	预计通行里程	预计总投资额	截至2021.3已投资额	预计投资额
					2021.4~12
潮汕环线高速公路（含潮汕联络线） 京灶大桥项目	2021-2025	3.11	22.89	-	3.04
二广高速连山-贺州支线	2020-2023	6.49	11.14	0.14	2.36
二广高速连州连接线	2017-2021	4.87	4.60	0.31	1.69
合计	-	14.47	38.63	0.45	7.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司在建的高速公路主要为存量项目建设，尚需投资仍具有一定规模，未来仍

存在一定的资本支出压力。

其他业务

公司其他业务收入主要来自于服务区经营权、广告、租金、联网收费劳务费以及劳务等。2020 年公司其他业务收入为 0.55 亿元，规模相对较小。

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告和公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司各期财务报告按照新会计准则编制，各期财务数据均为财务报表期末数。2020 年合并范围子公司较上年减少一家。

表 9：截至 2020 年末公司主要子公司（%）

全称	简称	持股比例
云浮市广云高速公路有限公司	广云高速	70.00
英德市粤英公路经营有限公司	粤英公路	70.00
汕头市金鸿公路有限公司	金鸿公路	55.00
广东宁华高速公路有限公司	宁华高速	90.00
广东潮汕环线高速公路有限公司	潮汕环线高速	80.85
广东惠清高速公路有限公司	惠清高速	91.45
广东华陆高速公路有限公司	华陆高速	46.47
广东嘉应环城高速公路有限公司	嘉应环城高速	63.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

疫情防控及免收费政策对公司营业收入及盈利水平有较大短期影响，且公司期间费用率处于较高水平

公司的营业收入主要由通行费收入、服务区租赁收入及广告收入等构成。2020 年受疫情期间通行量下降及免收通行费政策影响，公司实现营业总收入 57.77 亿元，同比减少 10.71 亿元，其中通行费收入仍是公司主营业务收入的主要来源，2020 年公司实现通行费收入 57.22 亿元，占营业收入的比重为 99.05%；2021 年一季度，公司收入仍主要以通行费收入为主。

表 10：公司主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
通行费	66.22	67.90	57.22	19.25

其他业务收入	0.49	0.58	0.55	0.17
合计	66.71	68.48	57.77	19.41
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
通行费	42.59	42.83	43.21	45.91
其他业务收入	99.03	80.62	96.45	99.10
合计	43.00	43.15	43.71	46.39

注：其他业务包括服务区经营权、广告、租金、联网收费劳务费以及劳务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

营业成本及毛利率方面，公司所经营路段全部为经营性高速公路，通行费业务成本主要为路产折旧和养护成本等。毛利率方面，2020 年，公司综合营业毛利率为 43.71%，同比有所增长主要系根据政府相关文件，将免收通行费期间（2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日）发生的相关运营支出计入无形资产，并在 2020 年 5 月起在剩余经营期间内摊销所致；2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 46.39%。

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用及管理费用构成，近年来随着公司通车路产逐渐增多，完工转固后相应利息支出予以费用化，且公司融资规模亦不断扩大，利息支出也随之增长，受此影响，公司期间费用持续增长，2020 年，公司期间费用为 27.86 亿元，其中财务费用增长至 24.21 亿元。同期，公司期间费用率为 48.22%，公司期间费用率处于较高水平；2021 年 1~3 月，公司期间费用占比虽有所下降，但仍处于较高水平，对利润造成一定侵蚀。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
管理费用	2.60	3.10	3.64	0.86
财务费用	23.00	20.93	24.21	5.56
期间费用合计	25.60	24.03	27.86	6.42
期间费用率	38.38	35.10	48.22	33.09
经营性业务利润	2.73	5.10	-2.87	2.56
其中：其他收益	0.004	0.01	0.14	0.04
资产减值损失	0.01	-0.002	-1.48	--
投资收益	0.95	1.12	9.86	-1.18
利润总额	3.99	6.30	5.87	1.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和

投资收益，2020年，经营性业务利润为-2.87亿元，同比由盈转亏主要系疫情期间免收费政策导致通行费收入大幅下降，但相应的管理费用和财务费用持续支出所致；同期，投资收益为9.86亿元，主要投资单位包括深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”）以及肇庆粤肇公路有限公司等，其中2020年广佛肇高速35%股权无偿划出，公司丧失对其控制权后，剩余40%股权按公允价值重新计量产生的3.2亿元的损失；但受出售招商银行股票及深高速股权转让权益法核算影响，公司投资收益同比大幅增长。

中诚信国际认为，疫情防控及免收费政策对公司营业收入及盈利水平有较大短期影响，但预计不会削弱公司的区域地位和路产竞争力。同时，公司期间费用占比处于较高水平，期间费用控制能力有待提升。

随着广佛肇高速的划出，公司资产和负债均有所下降；公司资产以路桥资产为主，整体流动性略差；公司财务杠杆水平略高，负债多为长久期债券和长期借款；但鉴于自有资本实力较强，整体风险可控

受广佛肇高速35%股权无偿划出影响，广佛肇高速不再纳入公司合并报表范围，2020年末，公司总资产和总负债分别下降至1,126.18亿元、815.60亿元。自有资本方面，受广佛肇高速划出影响，公司所有者权益同比减少40.06亿元至310.58亿元。

财务杠杆方面，随着公司下属高速路段建设不断推进，公司自有资本仍难以满足资本扩张的速度，外部融资需求有所增加，2020年公司资产负债率和总资本化比率分别增至72.42%和71.44%，财务杠杆仍处于较高水平。截至2021年3月末，公司总资本化比率进一步增长，资产负债率小幅下降。

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成。截至2020年末，公司流动资产和非流动资产分别为58.55亿元和1,067.63亿元，占总资产比例分别为5.20%和94.80%。

非流动资产方面，截至2020年末公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成，在非流动资产中的占比分别为59.64%、35.74%和0.73%。其中，2020年末固定资产同比小幅下降，主要系路产正常折旧所致；同期末，公司在建工程为381.52亿元，主要系随着在建项目的推进，公司在建工程增加所致；同期末，公司无形资产为7.78亿元，同比大幅减少222.63亿元，主要系广佛肇高速划出，其特许经营权不再纳入合并报表范围所致。

截至2020年末，公司流动资产仍主要由货币资金、其他流动资产及其他应收款等构成，占流动资产的比重分别为58.86%、26.47%和11.50%。2020年末，公司货币资金为34.46亿元，其中无受限部分；同期，其他流动资产为15.50亿元，公司其他流动资产大幅上升主要系增值税留抵税额增加；同期，其他应收款为6.73亿元，其中广东交通集团应收往来款占比达67.52%，集中度较高。截至2021年3月末，公司总资产规模较上年末小幅下降。

表 12：近年来公司主要资产及权益情况（亿元）

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	64.70	19.90	34.46	38.09
其他流动资产	0.06	8.63	15.50	15.50
可供出售金融资产	5.77	13.61	0.21	0.00
长期股权投资	3.17	3.17	26.39	25.13
固定资产	617.33	656.30	636.76	623.75
在建工程	276.33	311.39	381.52	391.08
无形资产	225.52	230.41	7.78	7.69
其他非流动资产	13.83	12.41	13.41	13.43
总资产	1,223.04	1,268.16	1,126.18	1,124.57
所有者权益合计	327.76	350.64	310.58	311.75
实收资本	90.96	90.96	90.96	90.96
资本公积	207.26	219.16	202.81	202.81

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债仍以非流动负债为主，截至2020年末占总负债比例分别为93.58%。具体看，2020年公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占非流动负债的比例分别为81.40%和11.79%。其中，2020年公司长期借款和应付债券

均同比有所下降，主要系广佛肇高速划出及“14 粤路桥 MTN001”调整至一年内到期的非流动负债所致。

公司流动负债主要由一年内到非流动负债、其他应付款以及应付账款构成，截至 2020 年末，上述科目分别占非流动负债的比例分别为 48.29%、22.48% 和 18.11%。其中 2020 年末一年内到期的非流动负债同比小幅下降；同期，其他应付款为 9.49 亿元，主要系公司集团控股关联方往来款减少所致；受应付相关建设单位的工程款项增加所致，同期，公司应付账款为 11.78 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司总负债规模较上年末小幅下降。

表 13：近年来公司主要负债及债务情况（亿元、X、%）

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	14.88	11.02	11.78	10.02
其他应付款	25.84	19.65	9.49	10.27
一年内到期的非流动负债	25.12	26.20	25.30	29.74
长期借款	705.29	697.72	621.28	623.12
应付债券	100.00	100.00	90.00	90.00
长期应付款	8.58	5.10	3.41	3.49
总负债	895.28	917.52	815.60	812.82
总债务	838.98	872.05	776.78	783.13
短期债务	25.12	32.45	25.30	29.74
长期债务	813.86	839.61	751.48	753.40
短期债务/总债务	0.03	0.04	0.03	0.04
资产负债率	73.20	72.35	72.42	72.28
总资本化比率	71.91	71.32	71.44	71.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

有息债务方面，2020 年末公司总债务为 776.78 亿元，同比减少 10.92%；公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.03 倍，略微下滑，公司债务结构较为合理，符合高速公路建设周期较长的特点。

中诚信国际认为，受广佛肇高速划出影响，公司资产与负债均有所下降，财务杠杆仍处于较高水平，但考虑到公司自有资本实力较强，公司债务规模仍处于相对可控水平，且债务以长期债务为主，符合公司路桥建设和运营的业务特征，债务期限结构较为合理。

公司具有稳定的经营净现金流入，疫情影响下经营性现金流入及投资性现金流出均呈现收缩；EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所增强，货币资金对于短期债务的覆盖能力较强

现金流方面，随着公司收费道路经营日趋成熟，公司经营活动净现金流基本保持稳定态势。其中 2020 年经营活动净现金流同比有所下降主要系通行费收入相应减少所致。同期，公司经营活动净现金流利息覆盖倍数为 1.36 倍，可以覆盖公司利息支出。2021 年 1~3 月公司经营活动净现金流为 17.08 亿元，仍表现为净流入。2020 年公司投资活动现金流持续净流出，但流出规模有所缩减，疫情影响下投资节奏显著放缓；2021 年 1~3 月公司投资活动净现金流为-8.86 亿元。2020 年公司筹资活动现金流保持净流入，净流入规模有所扩大，主要系当期取得借款的现金较多且支出有所减少所致。2021 年 1~3 月，公司筹资活动现金流由正转负主要系公司取得借款收到的现金减少所致。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	25.12	32.45	25.30	29.74
长期债务	813.86	839.61	751.48	753.40
总债务	838.98	872.05	776.78	783.13
货币资金/短期债务	2.58	0.61	1.36	1.28
经营活动净现金流	52.07	51.11	44.99	17.08
投资活动净现金流	-112.20	-101.51	-66.35	-8.86
筹资活动净现金流	76.08	4.96	35.93	-4.59
经营活动净现金/总债务	0.06	0.06	0.06	--
经营活动净现金/利息支出	1.43	1.40	1.36	--
EBITDA	52.77	53.32	53.60	--
总债务/EBITDA	15.90	16.35	14.49	--
EBITDA 利息倍数	1.45	1.46	1.63	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，受投资收益大幅增加的影响，公司 EBITDA 有所增长，2020 年公司 EBITDA 为 53.60 亿元。2020 年公司总债务/EBITDA 为 14.49 倍，同比小幅下降；同期 EBITDA 利息倍数为 1.63 倍，较上年小幅增长，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度较强。2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务回落至 1.28 倍，但货币资金仍可以覆盖公司短期债

务。

公司备用流动性较为充足，长期债务占比很高，各期债务到期分布平均；对外担保以对广佛肇高速担保为主，目前担保余额较小，或有风险相对可控；但公司受限资产规模及占比均较高，资产流动性较弱

到期债务分布方面，公司 2021 年至 2023 年待偿还有息债务规模分别为 25.30 亿元、16.66 亿元、和 20.21 亿元，债务分布较平均，短期偿债压力相对不大。

表 15：截至 2020 年末有息债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2021	2022	2023	2024 及以后
到期债务	25.30	16.66	20.21	714.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得各银行授信额度约 1,199.99 亿元，已使用 715.44 亿元，未使用授信额度 427.84 亿元²，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 11.17 亿元，占净资产的比重为 3.58%，被担保方为广东利通置业投资有限公司和广东广佛肇高速公路有限公司，系广东省国有企业，公司的或有风险相对可控。

表 16：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

担保对象	担保余额	到期时间
广东利通置业投资有限公司	975.00	2022.12.20
广东广佛肇高速公路有限公司	73,215.75	2035.09.16
	37,500.00	2040.05.23
合计	111,690.75	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产总额为 967.34 亿元，基本为高速公路收费权，占期末总资产的比重为 85.90%，其中 591.01 亿元为已通车项目质押借款，376.32 亿元为公路建成后收费权用作质押借款。公司受限资产规模及占比均较

高，资产流动性较弱。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 7 日，近三年公司本部已结清信贷中无欠息及不良和关注类贷款记录，未结清信贷中无不良信贷和欠息记录，无其他延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

公司作为广东省重要的高速公路建设与运营主体，拥有省内高质量的路桥资产；并在资本金拨付以及资产划转等方面得到了政府和股东的大力支持

公司作为广东省重要的高速公路建设以及运营主体，其全资及控股的高速公路项目全部位于经济排名前列的广东省。广东省 2020 年实现生产总值（GDP）110,760.94 亿元，同比增长 2.30%。发达及持续增长的区域经济实力对高速公路建设运营的拉动效应明显。此外，随着高速公路资产的陆续注入，截至 2020 年末，公司旗下拥有高速公路 1,455.69 公里，占广东省全省高速公路通车里程的 14.56%。公司路产大多位于广东省高速中的主高架，地理位置优越，随着公司路产增长和车流量增加，公司通行费收入可实现持续增长。

公司在资金和政策方面持续得到政府的支持。高速公路建设资本金方面，为支持高速公路的发展，广东省财政厅及当地政府每年按照项目资本金比例及公司实际投资路产情况向公司拨付一定比例的资本金（公司路产的建设资金主要来自于项目资本金及公司自筹资金，其中项目资本金比例一般为 25%~40%，分别由省级财政、市级财政及公司按约定比例承担），一定程度上缓解了资金压力。受益于广东省交通集团及其子公司所持有高速公路股权的无偿划入，广东省财政厅的项目资本金划拨，以及地方政府的项目资本金划拨和股权资产的注入，截至 2021 年 3 月末，公司实收资本和资本公

² 剩余未使用额度不等于综合授信额度减已使用情况系部分剩余额度已过期所致。

积分别达到 90.96 亿元和 202.81 亿元。

中诚信国际认为，鉴于广东省较强的经济实力，公司在广东省路桥项目建设中的突出地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将持续获得广东省人民政府、实际控制人广东省国资委和控股股东广东省交通集团的大力支持。

偿债保障措施

“18 粤桥 02”本息的到期兑付由广东省交通集团有限公司（本节简称“广东交通集团”或“公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

广东交通集团是广东路桥的控股股东，于 2000 年 6 月 23 日成立，为将省交通厅、省人大常委会办公厅脱钩的企业及省铁路集团等共 126 户企业合并组建而成³，承担着广东省综合运输规划中大部分高速公路的建设任务，是广东省资产规模最大的省属国有企业之一。公司为广东省人民政府国有资产监督管理委员会的全资企业，实际控制人是广东省人民政府，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为人民币 268.00 亿元。广东省人民政府为公司控股股东及实际控制人。

截至 2020 年末，广东交通集团总资产为 4,462.88 亿元，同比小幅增长 5.11%，所有者权益为 1,250.96 亿元，资产负债率为 71.97%；2020 年实现营业总收入 409.27 亿元，净利润 16.59 亿元，经营活动净现金流 149.47 亿元。具体来看，截至 2020 年末，公司总资产主要由以固定资产和在建工程为主的非流动资产构成，合计占总资产的 76.68%，其中固定资产规模相对较稳定，在建工程较上年末增加 143.26 亿元。负债方面，截至 2020 年末，公司总负债规模为 3,211.93 亿元，同比增长 7.22%，主要由以长期借款和应付债券为主的非流动负债构成，合计占总负债的 84.21%，其中长期借款同比增加 215.38 亿元，应付债券由于部分债券到期兑付规

模小幅下降。

公司作为广东省最重要的高速公路建设和经营主体，已成为集公路投资经营、公路运输及物流、工程施工、科研设计监理为一体的国有大型企业。公司营业收入仍主要由车辆通行费、物流与销售商品、道路运输、工程施工和服务区经营收入构成，2020 年公司实现营业总收入 409.27 亿元，受疫情影响有所下降。

车辆通行费业务方面，2020 年车辆通行费收入为 280.89 亿元，占公司营业总收入比例为 68.63%，随着公司高速公路网络不断完善，预计公司的通行费收入会继续增长。公司经营管理的的高速公路基本覆盖了广东省的出省通道和珠三角地区的高速公路网。截至 2020 年末，公司经营管理的已通车高速公路（含参股项目）里程约 7,721 公里，约占广东省高速公路总里程的 77.23%。2020 年，交通集团新增高速公路通车里程 617 公里，新增经营性高速包括汕头至湛江高速公路惠州至清远段一期（汤塘至清远北段）、汕头至湛江高速公路惠州至清远段二期（油田至汤塘段、清远北至清新段）、大埔至潮州高速公路（含大埔至漳州支线）等 10 条；新增政府还贷高速公路包括广中江高速公路三期工程（天连至东风段和南头北至放马段）、河怀集至阳江港高速公路怀集至郁南段；上述新通车路段收费期限为经营性高速公路 25 年，政府还贷高速公路 15 年。同期末，公司在建的高速公路（含参股项目）里程 822 公里，其中经营性高速公路项目 9 个，建设里程合计 572 公里；政府还贷高速公路项目 11 个，建设里程合计 249 公里。

物流与销售商品业务方面，公司销售商品收入仍主要为高速公路建设材料销售收入，物流业务主要由下属子公司广东粤运交通股份有限公司（以下简称“粤运交通”）及其附属公司承担，2020 年材料销售收入 50.79 亿元，占营业总收入 12.41%。

客货运输业务的经营主体为下属运输企业，

³中共广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅“粤办发【2000】9

号”《广东省省属国有企业资产重组总体方案》。

2020 年该板块实现收入 24.06 亿元，占比 5.88%。服务区经营板块由集团直属上市公司广东粤运交通股份有限公司的子公司广东通驿高速公路服务区有限公司向项目业主租赁经营，2020 年该板块实现收入 30.04 亿元。

有息债务方面，2020 年末广东交通集团总债务为 2,908.79 亿元，同比增长 5.58%；短期债务/总债务为 0.04 倍，符合高速公路行业的特点。从偿债指标来看，2020 年广东交通集团总债务/EBITDA 为 10.64 倍，较上年有所增长；同期 EBITDA 利息倍数为 2.18 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度较强。

广东交通集团承担着广东省重点综合运输规划中的大部分高速公路建设任务，在发展的过程中得到广东省人民政府在资金等方面的大力支持。

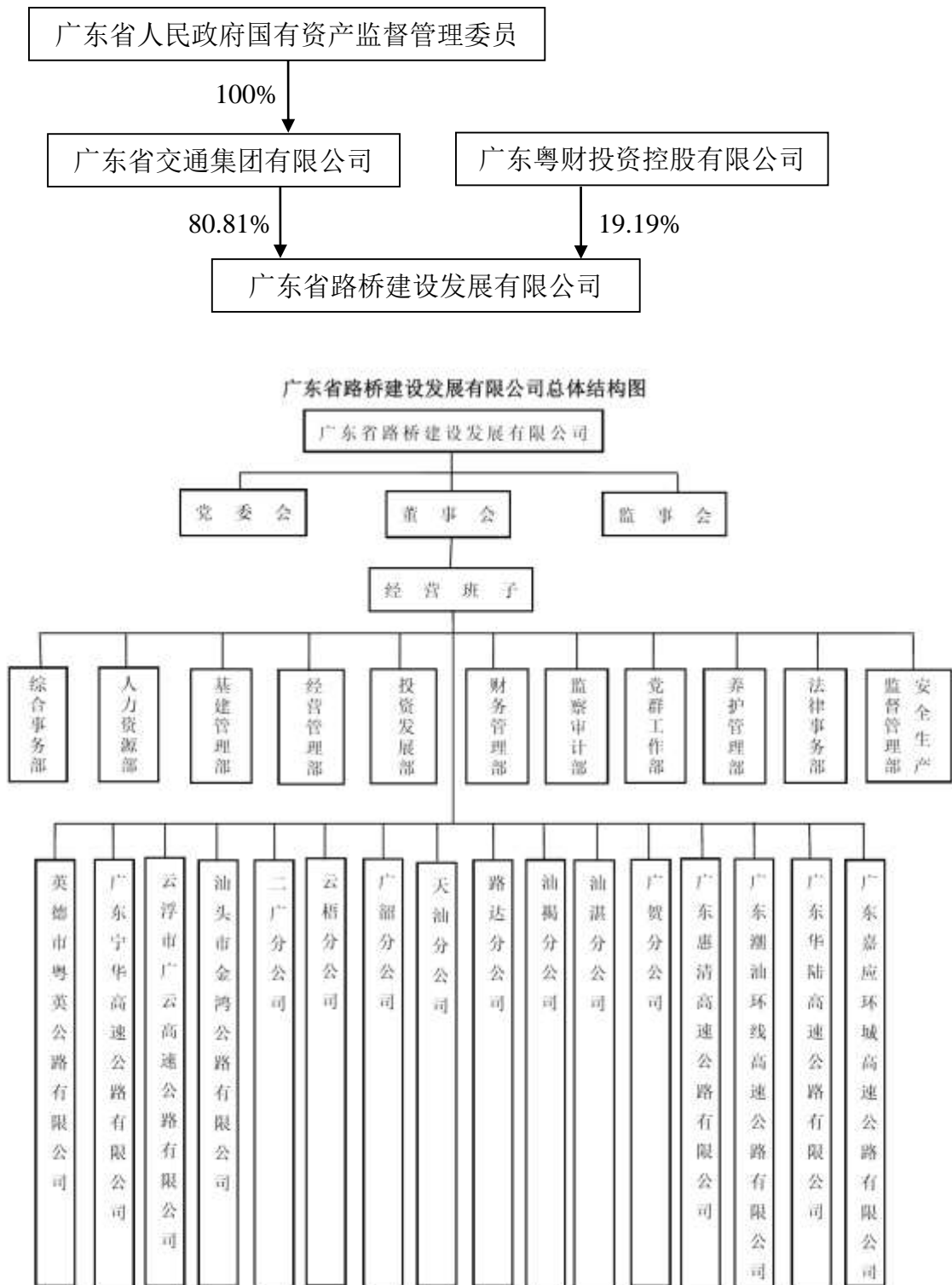
在资产及资金支持方面，2010 年根据广东省国资委《关于增加广东省交通集团有限公司注册资本的批复》（粤国资函【2009】762 号），广东交通集团将资本公积 70.00 亿元转增注册资本，变更后注册资本达到人民币 268.00 亿元。资金支持方面，对于省市共建高速公路项目，资本金比例 40% 中，由省级财政补助 20%，地方财政补助 12%。

综上所述，中诚信国际维持广东省交通集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为广东交通集团具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“18 粤桥 02”的按期偿还提供极有力的保障。

评级结论

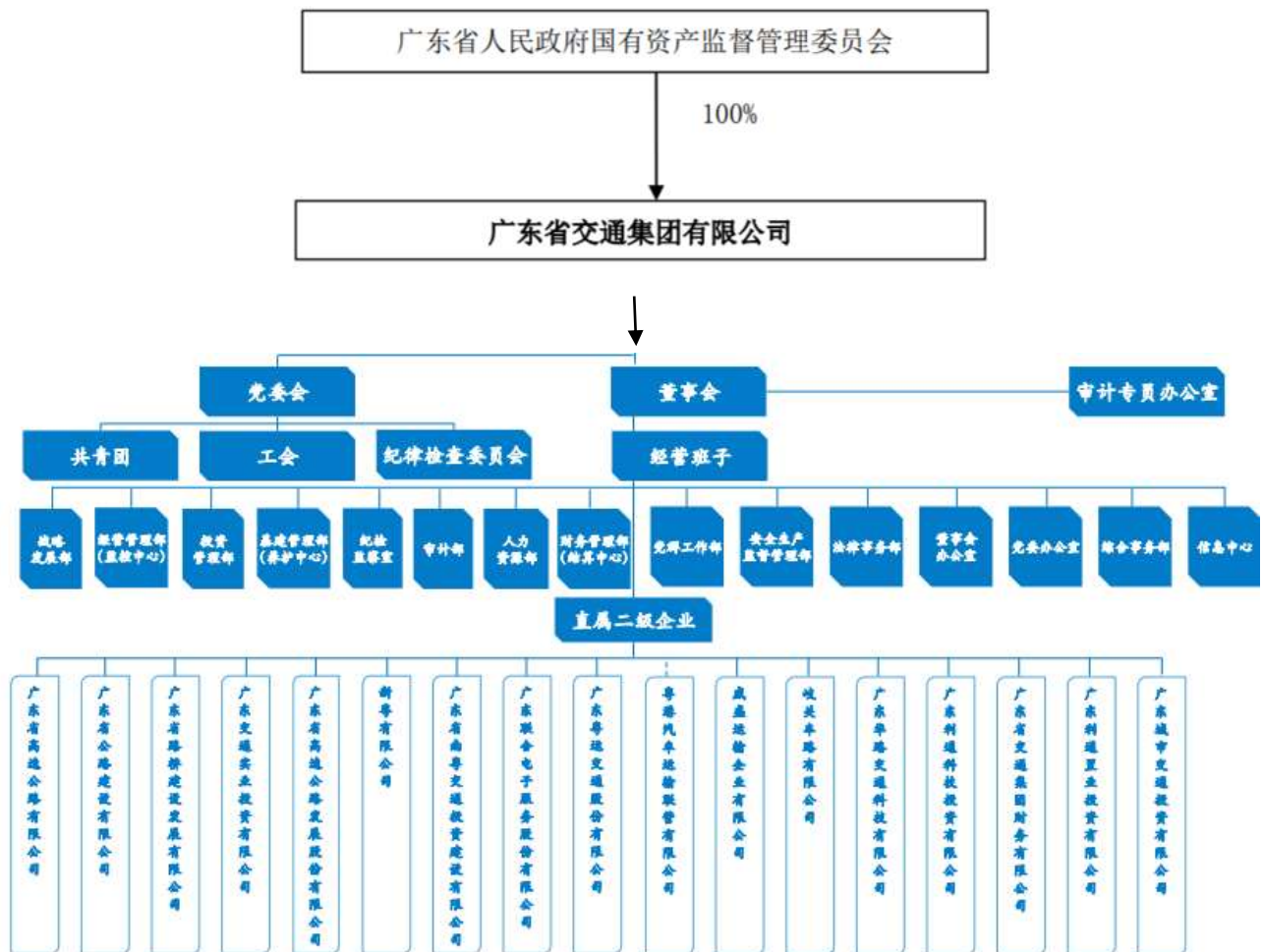
综上所述，中诚信国际维持广东省路桥建设发展有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 粤桥 02”和“21 粤桥 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：广东省路桥建设发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：广东省交通集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附三：广东省路桥建设发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	647,037.79	198,975.32	344,641.80	380,929.24
应收账款	8,424.76	15,885.86	18,351.20	15,005.47
其他应收款	97,255.06	74,252.25	67,424.52	66,193.74
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	89,486.86	167,757.96	265,966.30	253,422.62
在建工程	2,763,279.46	3,113,859.30	3,815,202.55	3,910,825.97
无形资产	2,255,233.63	2,304,083.26	77,795.17	76,939.81
总资产	12,230,419.82	12,681,630.88	11,261,811.07	11,245,711.07
其他应付款	258,428.36	196,450.41	122,914.54	102,717.36
短期债务	251,181.95	324,459.33	252,997.32	297,379.56
长期债务	8,138,649.74	8,396,082.86	7,514,807.79	7,533,952.02
总债务	8,389,831.69	8,720,542.19	7,767,805.10	7,831,331.57
总负债	8,952,829.96	9,175,202.51	8,155,977.13	8,128,240.09
费用化利息支出	219,728.25	212,338.61	245,402.93	--
资本化利息支出	143,225.29	152,686.50	84,371.10	--
实收资本	909,551.68	909,551.68	909,551.68	909,551.68
少数股东权益	185,762.71	184,689.57	46,090.86	46,073.84
所有者权益合计	3,277,589.86	3,506,428.37	3,105,833.94	3,117,470.99
营业总收入	667,102.43	684,772.51	577,699.91	194,098.30
经营性业务利润	27,342.33	50,998.38	-28,745.43	25,638.50
投资收益	9,497.41	11,227.78	98,602.24	-11,774.22
净利润	19,060.93	59,060.57	37,616.65	13,463.41
EBIT	258,238.46	275,385.47	304,132.72	--
EBITDA	527,733.84	533,207.94	536,021.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金	681,933.51	702,414.39	589,778.53	203,352.22
收到其他与经营活动有关的现金	12,067.04	31,079.62	50,161.88	2,811.77
购买商品、接受劳务支付的现金	66,757.93	89,058.44	58,620.24	6,606.44
支付其他与经营活动有关的现金	12,883.61	26,780.14	34,834.44	4,516.18
吸收投资收到的现金	137,169.00	118,228.00	15,319.00	0.00
资本支出	1,198,028.68	1,090,291.45	772,079.17	99,557.27
经营活动产生现金净流量	520,657.57	511,121.52	449,870.87	170,780.63
投资活动产生现金净流量	-1,122,023.71	-1,015,100.72	-663,487.84	-88,593.86
筹资活动产生现金净流量	760,807.89	49,580.85	359,283.45	-45,899.32
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	43.00	43.15	43.71	46.39
期间费用率(%)	38.38	35.10	48.22	33.09
应收类款项/总资产(%)	1.16	0.97	0.88	0.81
收现比(X)	1.02	1.03	1.02	1.05
总资产收益率(%)	2.18	2.21	2.54	--
资产负债率(%)	73.20	72.35	72.42	72.28
总资本化比率(%)	71.91	71.32	71.44	71.53
短期债务/总债务(X)	0.03	0.04	0.03	0.04
FFO/总债务(X)	0.06	0.06	0.06	0.09
FFO 利息倍数(X)	1.42	1.45	1.30	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.43	1.40	1.36	--
总债务/EBITDA(X)	15.90	16.35	14.49	--
EBITDA/短期债务(X)	2.10	1.64	2.12	--
货币资金/短期债务(X)	2.58	0.61	1.36	1.28
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.45	1.46	1.63	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的2018~2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表整理，各期财务数据均为财务报表期末数；2、已将各期其他非流动负债、长期应付款和其他应付款中付息项调整至相关科目；3、公司未提供2021年1~3月合并口径的现金流量表补充资料和利息支出，故相关指标失效。

附四：广东省交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	2,801,192.22	2,368,944.51	2,051,919.42
应收账款	142,474.92	140,024.75	162,950.72
其他应收款	264,824.90	200,467.66	303,135.01
存货	248,695.65	769,979.60	247,340.76
长期投资	1,248,306.91	1,156,662.86	1,137,734.54
在建工程	5,885,887.68	7,765,219.95	9,197,823.58
无形资产	3,161,896.40	3,192,709.98	3,491,169.98
总资产	39,691,239.27	42,457,625.63	44,628,833.11
其他应付款	1,241,106.48	1,242,798.03	1,104,428.10
短期债务	995,227.78	969,500.84	1,167,053.22
长期债务	24,155,338.60	25,787,524.71	27,920,848.46
总债务	25,150,566.38	26,757,025.54	29,087,901.68
总负债	28,048,151.75	29,956,271.44	32,119,270.79
费用化利息支出	781,947.11	889,092.89	1,031,923.13
资本化利息支出	704,318.56	262,837.61	220,951.04
实收资本	2,680,000.00	2,680,000.00	2,680,000.00
少数股东权益	2,718,075.15	3,011,128.17	2,882,140.85
所有者权益合计	11,643,087.52	12,501,354.18	12,509,562.32
营业总收入	4,703,652.84	4,911,232.96	4,092,695.87
经营性业务利润	677,142.78	629,116.66	-29,770.82
投资收益	202,927.46	109,916.77	392,122.37
净利润	679,117.94	525,412.83	165,868.76
EBIT	1,709,690.17	1,643,057.28	1,381,057.98
EBITDA	2,965,888.11	3,154,993.81	2,733,536.14
销售商品、提供劳务收到的现金	5,028,292.12	5,059,025.94	4,065,115.20
收到其他与经营活动有关的现金	298,905.95	483,859.31	219,964.83
购买商品、接受劳务支付的现金	1,562,034.96	1,369,250.12	1,370,795.83
支付其他与经营活动有关的现金	179,858.85	308,935.00	292,259.50
吸收投资收到的现金	571,030.88	346,503.63	283,072.23
资本支出	3,145,155.50	2,970,725.14	2,593,875.27
经营活动产生现金净流量	2,443,183.82	2,722,254.18	1,494,661.73
投资活动产生现金净流量	-3,084,583.81	-2,747,441.58	-3,007,409.61
筹资活动产生现金净流量	1,426,511.96	-390,857.01	1,160,943.13
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	37.72	37.27	30.69
期间费用率(%)	23.31	24.53	32.27
应收类款项/总资产(%)	1.16	0.91	1.25
收现比(X)	1.07	1.04	1.00
总资产收益率(%)	4.44	4.00	3.17
资产负债率(%)	70.67	70.56	71.97
总资本化比率(%)	68.36	68.16	69.93
短期债务/总债务(X)	0.04	0.04	0.04
FFO/总债务(X)	0.10	0.11	0.07
FFO 利息倍数(X)	1.67	2.50	1.73
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.64	2.36	1.19
总债务/EBITDA(X)	8.48	8.48	10.64
EBITDA/短期债务(X)	2.98	3.25	2.34
货币资金/短期债务(X)	2.81	2.44	1.76
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.00	2.74	2.18

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2018~2020 年审计报告整理，各期财务数据均为财务报表期末数；2、已将各期其他非流动负债、长期应付款中付息项调整至相关科目

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。