

广东省公路建设有限公司
及其发行的公开发行债券
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(2022)100205】

评级对象： 广东省公路建设有限公司及其发行的公开发行债券

	19 粤路建债	21 粤路 01	22 粤路 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 10 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 10 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 06 月 10 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2021 年 06 月 15 日	--	--
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2019 年 02 月 02 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 04 月 09 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 05 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	31.70	48.27	45.49
刚性债务	353.30	349.36	351.51
所有者权益	188.15	196.19	219.26
经营性现金净流入量	25.07	13.64	34.05
合并口径数据及指标：			
总资产	955.18	975.52	965.73
总负债	723.03	741.63	722.45
刚性债务	645.76	692.87	674.49
所有者权益	232.16	233.88	243.29
营业收入	90.79	70.91	103.35
净利润	13.78	13.17	25.63
经营性现金净流入量	59.00	37.04	84.84
EBITDA	78.96	73.95	97.46
资产负债率[%]	75.70	76.02	74.81
权益资本与刚性债务比率[%]	35.95	33.76	36.07
流动比率[%]	102.65	108.39	115.01
现金比率[%]	53.50	90.87	90.87
利息保障倍数[倍]	1.55	1.38	2.02
净资产收益率[%]	6.30	5.65	10.74
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	72.33	44.12	122.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.29	3.72	7.51
EBITDA/利息支出[倍]	2.90	2.39	3.58
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.11	0.14
担保人数据(合并口径)：			
所有者权益合计	1250.14	1250.96	1307.08
权益资本与刚性债务余额比率[%]	46.33	42.70	44.74
担保比率[%]	13.27	12.06	11.55

注：根据粤路建经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据广东省交通集团经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

张 佳 zhangjia@shxsj.com
林赞婧 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）及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2021 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仍保持优势，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，融资成本持续控制；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。**19 粤路建债由广东省交通集团提供无条件不可撤销的连带责任保证，可进一步增强债券偿付的安全性。

主要风险：

- **政策变动风险，疫情反弹影响。**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。2022 年以来全国局部省市出现疫情反弹并实施较严格的封控措施，一定程度上影响广东省内车流量和过境车辆通行。

- **负债经营程度较高，资本支出压力大。**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，面临的资本支出压力大，尤其是“十四五”中后期，狮子洋项目包和广深高速改扩建带来较大规模投入，关注资本金配置安排与年度投融资压力。
- **核心路段效益增长承压，新通车路产能释放在不确定性。**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，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，未来部分路产效益释放仍存在一定不确定性。

➤ 未来展望

通过对粤路建及其发行的上述债券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；认为“21 粤路 01”与“22 粤路 01”还本付息安全性极强，并维持“21 粤路 01”与“22 粤路 01”AAA 信用等级；广东省交通集团为 19 粤路建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

广东省公路建设有限公司及其发行的公开发行债券

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、广东省公路建设有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）和广东省公路建设有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称“19 粤路建”、“21 粤路 01”和“22 粤路 01”）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 2021 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，均尚未到期，截至 2022 年 4 月末，公司存续债券余额为 95.00 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
22 粤路 01	2022-04-25	10.00	10.00	7（5+2）	3.40	2029-04-25
21 粤路 01	2021-04-27	10.00	10.00	7（5+2）	3.78	2028-04-27
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	--	95.00	95.00	--	--	--

资料来源：Wind 资讯（数据截至 2022 年 4 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构

建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产

活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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，叠加政策性免收费措施，对收费公路行业当年经营和现金流产生明显短期冲击，行业收支失衡达到历史最新高位，2022 年以来局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

A. 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，2016-2020 年，我国公路建设投资累计完成额 10.67 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；2021 年公路建设完成投资 2.60 万亿元，同比增长 6.0%，2022 年第一季度，公路建设完成投资 0.48 万亿元，较上年同期增长 11.8%。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 2021 年末 16.91 万公里，我国公路网络不断完善，2021 年末国家高速公路通车里程 11.70 万公里。2020 年末（2021 年数据未披露），收费公路里程达 17.92 万公里，占公路总里程 519.81 万公里的 3.45%，其中收费高速公路里程为 15.29 万公里，占收费总里程的 85.31%，占比进一步上升，随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期停止收费，全国收费公路结构进一步优化。

图表 2. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%	152910.5	7.06%
收费公路：一级公路	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%	17363.60	-6.54%
收费公路：二级公路	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%	7899.20	-8.78%
收费公路：独立桥梁	818.40	5.04%	899.40	9.90%	943.30	4.88%
收费公路：独立隧道	133.00	28.25%	125.00	-6.02%	125.00	0.00%

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路里程总计	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%	179241.70	4.76%
其中：收费高速公路占比	82.03%	/	83.48%	/	85.31%	/

资料来源：各年收费公路统计公报（2021 年收费公路统计公报尚未披露）

中长期内，公路行业仍可保持较大规模和较大力度的投资建设进程。根据 2021 年 2 月国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》计划到 2035 年，国家综合立体交通网络中公路（包括国家高速公路网、普通国道网）将达 46 万公里左右，其中国家高速公路网 16 万公里¹。根据 2021 年 3 月国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》交通强国建设工程板块将新改建高速公路里程 2.5 万公里，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设。

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、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，其公路投建及运营主体新建高速里程相对较小。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。

受高速公路里程增加和建设投资总额扩大的影响，以及部分项目为养护管理、偿还利息举借新债等因素，收费公路债务余额持续上升。2020 年末全国收费高速公路债务余额 66983.54 亿元，其中年末银行贷款余额 55656.78 亿元，单公里债务余额达 4381 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；而后续项目建设资金需求量大，债务融资依存度高，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	2018 年末	2019 年末	2020 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	24461.74	27193.01	31620.69
收费高速公路财政性资本金累计投入	13575.33	15363.05	16760.36
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10886.40	11829.96	14860.33
收费高速公路投资银行贷款	53494.43	56553.85	63883.71
收费高速公路年末债务余额	53666.19	58044.58	66983.54
收费高速公路年末银行贷款余额	45373.00	48322.41	55656.78
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3892	0.4064	0.4381

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，

¹ 由 7 条首都放射线、11 条南北纵向线、18 条东西横向线及若干地区环线、都市圈环线、城市绕城环线、联络线、并行线组成。

2018-2020 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3857.30 亿元、-4673.92 亿元和-7177.43 亿元，入不敷出局面严峻，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。2020 年因疫情影响，全行业通行费收入规模明显缩减²，支出扩大³，行业收支失衡达到历史最新高位。

2018-2020 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 7265.45 亿元、7987.74 亿元和 9760.61 亿元，占收费高速公路总支出比重近 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 2015-2020 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%、48.21% 和 63.83%，行业付息压力重，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	2018 年	2019 年	2020 年
收费高速公路通行费收入	5168.38	5551.03	4566.24
收费高速公路支出	9025.69	10224.94	11743.67
还本付息支出	7265.45	7987.74	9760.61
偿还债务本金	4766.20	5311.80	6845.89
偿还债务利息	2499.24	2675.93	2914.72
收费高速公路收支平衡结果	-3857.30	-4673.92	-7177.43
单公里年通行费收入[万元/公里]	374.86	388.64	298.62
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.07	2.07	1.57
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.08	1.05	0.67
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.71	0.69	0.47

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

2020 年 5 月初恢复车辆收费以及全国范围内疫情良好防控，车流量持续恢复，2020 年下半年度至 2021 年行业现金流逐步恢复，但 2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

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。

B. 政策环境

收费公路行业具有很强的政策导向性，其收费年限和收费标准需严格遵照

² 2020 年度，全国收费公路共减免车辆通行费 2382.5 亿元，占 2020 年度应收通行费总额的 32.9%。其中：两次延长春节假期小型客车免费通行政策，共免收通行费 19.8 亿元，2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间又免收车辆通行费 1593 亿元。

³ 随着债务规模持续扩大，还本付息支出不断增加。

国家和地方交通主管部门有关规定执行，收费公路行业对收费政策及细则变化的敏感度高。

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。尚未落地实施的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。

收费标准和车型结构调整方面，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。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 1 类客车的分类界限值：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。

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，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。2017-2021 年全国收费公路专项债券发行规模分别为 440.04 亿元、749.60 亿元、1525.51 亿元、1895.67 亿元和 1387.31

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高，企业面临政策管控的压力仍较大。减免收费方面，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。交通运输部信息显示：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，并带来部分企业亏损。

C. 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，如单公里收费水平、路产收费对利息的覆盖能力等；（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：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	86.26	41.45	55.41	46.16	983.21	257.74	35.60
山东高速	162.04	43.32	39.18	97.94	1,259.06	581.34	62.83
深高速	108.72	34.87	27.06	39.42	606.13	224.08	54.18
四川成渝	90.95	25.83	19.46	15.75	407.29	199.21	54.70
粤高速 A	52.88	63.51	24.27	36.70	188.76	65.26	40.02
赣粤高速	64.30	38.95	9.96	33.81	350.63	96.93	48.29
宁沪高速	137.93	36.33	41.33	54.67	676.62	282.00	47.74
中原高速	56.07	41.21	7.43	28.38	468.17	308.02	73.51
皖通高速	39.21	59.69	15.45	20.97	199.21	51.67	40.04
福建高速	29.77	58.93	10.57	23.69	166.96	19.19	22.95

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
吉林高速	12.72	46.99	3.28	7.85	66.46	15.73	33.54
现代投资	160.99	10.24	5.97	34.49	570.29	312.46	77.91
楚天高速	32.64	49.73	7.73	16.05	175.52	74.59	54.85
五洲交通	18.31	52.75	7.00	15.99	96.21	33.82	45.26
东莞控股	53.21	19.30	9.33	13.19	166.65	38.23	32.22
城发环境	56.31	34.09	9.99	12.73	217.48	111.29	70.82
龙江交通	5.37	39.69	1.78	2.33	50.47	0.01	6.94
山西路桥	16.62	56.18	4.06	14.12	134.39	77.15	69.47

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 2021 年（末）

铁路客运和航空客运具有单次运量大和省时等优势，但班次密度较低且站点相对离市区较远；而公路运输在价格、机动便捷、班次等方面具有优势。近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，同时航空运输呈快速发展态势，政府政策在不同时期鼓励不同运输模式发展从而增加了道路运输业的替代风险。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（国办〔2018〕91 号）提出：以推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系。2021 年 11 月，交通运输部关于印发《综合运输服务“十四五”发展规划》（交运发〔2021〕111 号），再次提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”“公转水”；发展内河集装箱运输、江海（河海）直达运输，提高航运枢纽水水中转比例。政策导向的交通运输方式分流，或将影响高速公路货车流量及路段通行费收入。

D. 风险关注

政策变动风险。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。2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

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。

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，甚至部分省份难以付息；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，负债率较高，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。

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

不同区域高速公路主体信用质量分化。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但区域经济发展水平偏低，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升且融资难度加大，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，目前经济总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。

2019-2021 年，广东省地区生产总值分别为 10.77 万亿元、11.08 万亿元和 12.44 万亿元，占国内生产总值的比重分别为 10.87%、10.90%和 10.87%。同期广东省地区生产总值增速分别为 6.2%、2.3%和 8.0%，其中 2019 年全省经济增速高于全国 0.1 个百分点，2020 年受新冠肺炎疫情影响，全省经济增幅明显放缓，与全国经济增速持平，2021 年经济增速低于全国平均增速 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。2021年，广东省第一产业增加值为5003.66亿元，同比增长7.9%；第二产业增加值为50219.19亿元，同比增长8.7%；第三产业增加值为69146.82亿元，同比增长7.5%；三次产业结构调整为4.0:40.4:55.6，第二产业比重小幅提升0.9个百分点。2022年第一季度，广东省实现地区生产总值2.85万亿元，同比增长3.3%，其中第一、二、三产业增加值分别为0.10万亿元、1.09万亿元和1.66万亿元，分别同比增长6.7%、4.8%和2.1%。

图表 6. 广东省国民经济发展状况（单位：亿元、%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值	107671.1	6.2	110760.9	2.3	124369.67	8.0	28498.79	3.3
第一产业增加值	4351.26	4.1	4769.99	3.8	5003.66	7.9	976.15	6.7
第二产业增加值	43546.43	4.7	43450.17	1.8	50219.19	8.7	10920.95	4.8
规模以上工业增加值	33616.10	4.7	33050.50	1.5	37453.05	9.0	8925.13	5.8
第三产业增加值	59773.38	7.5	62540.78	2.5	69146.82	7.5	16601.69	2.1
社会消费品零售总额	42951.75	8.0	40207.85	-6.4	44187.71	9.9	11195.33	1.7
固定资产投资额	--	11.1	--	7.2	--	6.3	--	6.2
房地产开发投资额	15852.16	10.0	17312.74	9.2	17465.85	0.9	--	-2.7
进出口总额	71436.8-	-0.2	70844.82	-0.9	82680.30	16.7	18367.20	0.6
城镇常住居民人均可支配收入（万元）	4.81	8.5	5.03	4.4	5.49	9.1	1.62	4.9

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。2019-2021年，广东省对“一带一路”沿线国家进出口额分别为17144.2亿元、17558.61亿元和20419.30亿元，同比分别增长6.3%、2.3%和16.3%。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；2019年2月中共中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，粤港澳大湾区是由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、中山、东莞、肇庆、江门和惠州九个地级市组成“9+2”城市群，将对标国际一流湾区，通过基础设施的互联互通、产业协同互补，引领区域开放合作模式创新与发展动能转换，打造具有全球影响力的国际科技创新中心、内地与港澳深度合作示范区的重要支撑等；2020年5月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，从促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化、扩大金融业对外开放、促进金融市场和金融基础设施互联互通、提升粤港澳大湾区金融服务创新水平、切实防范跨境金融风险等五个方面提出26条具体措施，进一步推进金融开放创新，深化内地与港澳金融合作，加大金融支持粤港澳大湾区建设力度，提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支持引领作用。2021年12月，广东省市场监管局出台《关于服务粤港澳大湾区建设的行动方案》，从服务营商环境建设、国际科技创新中心建设、高质量发展、打造宜居宜业宜游的优质生活圈等方面提出16项重点任务，稳步推进广东与香港、澳门地区在准入准营退出领域相关规则的有效衔接，加快推进商事登记确认制

改革试点，优化粤港澳商事登记“银政通”服务，持续激发大湾区市场和市场主体活力，同时将继续强化大湾区知识产权保护体系建设，加强粤港澳知识产权执法协作。总体看，粤港澳大湾区发展具有重要战略地位，随着战略实施推进，有助于提升广东省区域产业结构及发展质量，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 2021 年末全省高速公路通车总里程达 11042 公里，较上年末增长 5.3%，连续 8 年位居全国第一，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，2021 年广东省公路完成货物周转量 2980.46 亿吨公里，同比增长 18.1%；完成营业性旅客周转量 265.96 亿人公里，同比减少 52.2%，降幅主要系散发疫情和私家车、铁路、民航等其他运输方式分流所致，未来随着高速铁路网不断完善和民航线路不断优化，或将对省内高速公路网进一步产生分流。

2021 年以来广东省内车辆收费标准暂无重大变化，针对新通车和新建路产运行车辆的优惠政策实施有所更新。2022 年 4 月 18 日，广东省交通运输厅、广东省发展改革委和广东省财政厅关于印发《广东省全面推广高速公路差异化收费实施方案的通知》（粤交〔2022〕7 号），提出（一）继续执行现有差异化收费政策⁴；（二）扩大货车粤通卡 85 折优惠政策实施范围⁵；（三）鼓励有条件的地市对辖区内高速公路实施通行费优惠措施⁶；（四）鼓励新通车高速公路免费试运行⁷；（五）支持经营性高速公路经营管理单位自主实施差异化收费⁸。优惠政策将带来车流量和车辆结构变化，对路段收费水平的影响仍有待持续观察。

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。根据广东省交通运输厅《关于印发广东省高速公路网规划（2020-2035 年）》（粤交规〔2020〕276 号）：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。2022 年，广东省将加快深中通道、黄茅海通道、狮子洋通道等 47 项约 1700 公里高速公路续建项目建设，建成中山西部

⁴ 对通行广东省高速公路的 ETC 车辆实行 5% 通行费基本优惠；广东省高速公路 40 座以上大型客车降档收费，执行 3 类客车收费标准；对通行广东省高速公路（汕头海湾大桥除外）的第 6 类货车实行通行费 99 折收费；对通行 85 个路段合计 6979 公里省、市属高速公路并使用粤通卡 ETC 支付通行费的合法装载货车实行通行费 85 折收费；对通行广深沿江高速公路深圳段的全部货车实行通行费 5 折收费，期限至 2024 年 12 月 31 日止；对通行南沙港快速路苏十顷至南沙港区段新龙收费站进出龙穴岛的 4 类及以上货车免收通行费，期限至 2024 年 12 月 31 日止。

⁵ 新建省属国有交通企业全资和控股高速公路自建成通车收费之日起，对使用粤通卡 ETC 支付通行费的合法装载货车实行通行费 85 折收费；鼓励其他高速公路参照实施。

⁶ 各地可结合政府财力状况，通过政府购买服务等方式，从缓解交通拥堵、均衡交通流量、促进区域物流运输降本增效、提升营商环境等角度出发，不影响路网整体运行效率前提下，针对辖区内高速公路实施多种方式通行费优惠措施。

⁷ 新建高速公路经评估交通流量较小、明显低于设计流量的，可在交工验收合格后实施“零费率”免费通车运营，收费期限自开始收费之日起计算；免费通车运营时长一般情况下不超过 1 年，经评估论证后确有必要，可适当延长。对于分段通车的高速公路，支持先通车的路段免费通车运营，待全线建成通车后再同步开始收费。指导中山至开平高速公路江门段、珠海市洪鹤大桥、鹤洲至高栏港高速公路一期工程、珠海市香海大桥工程梅华互通至造贝互通段等 4 个项目（路段）实施免费通车运行，待具备条件时及时启动收费并提前向社会公告。

⁸ 经营性高速公路经营管理单位可在确保不影响路网运行及联网收费秩序、不影响交通安全、不影响高速公路服务水平的基础上，以省人民政府批准的车辆通行费收费标准为上限，合理选择分路段、分车型（类）、分时段、分出入口、分方向、分支付方式、分通行频次等一种或多种组合的收费方式，实行差异化下浮。

外环等 8 项约 230 公里公路建设项目，新开工惠霞高速、广佛第二高速等项目，加快推进莲花山通道、广深高速改扩建等项目前期工作，较高质量交通规划发展，也对省内公路建设主体的投融资形成挑战，其将面临资本支出压力。

2. 业务运营

该公司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，2021 年因疫后恢复性增长与新路产正式运营补充收入，公司主业收入与经营收益增幅明显，但仍需关注 2022 年以来省内疫情反复所带来的车流量波动影响。后续高速公路项目投建仍持续推进，且资金需求规模较大，公司未来仍面临资本支出压力。

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。2019-2021 年，营业收入分别为 90.79 亿元、70.91 亿元和 103.35 亿元，其中通行费收入分别为 89.51 亿元、69.31 亿元和 101.98 亿元，为收入最主要来源；同期综合毛利率分别为 44.18%、37.11%和 45.44%，2020 年因疫情防控免收通行费等政策致通行费收入规模与毛利率水平降幅明显，2021 年毛利率已恢复至 2019 年非疫情期水平。

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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	90.79	100.00	70.91	100.00	103.35	100.00
其中：通行费	89.51	98.59	69.31	97.74	101.98	98.67
其他	1.28	1.41	1.60	2.26	1.38	1.33
毛利率	44.18		37.11		45.44	
其中：通行费	44.04		36.76		44.94	
其他	54.01		52.37		82.50	

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

路产规模

2021 年末，该公司控股路产收费里程 959.34 公里（含试运行路段），占 2021 年末广东省高速公路通车里程（11042 公里）的 8.69%。2021 年以来，公司控股路产新增云茂高速，云茂高速是珠江三角洲地区通往广西新增一条出省通道，项目主线全长 129.70 公里，采用四车道高速公路标准，于 2021 年 6 月 11 日通车试运行。

图表 9. 截至 2021 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 07 月 01 日	122.80	1997 年-2027 年

路段名称	通车时间	收费里程	收费期间
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 04 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 01 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 01 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 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 04 月 30 日 二期：2010 年 06 月 25 日 三期：2013 年 01 月 25 日	97.88	一期：2003 年-2033 年 二期：2010 年-2035 年 三期：2013 年-2038 年
罗阳高速（2020 年划入资产）	通车：2016 年 11 月 28 日 资产接收：2020.12.18	83.19	2016 年-2042 年
高恩高速	2019 年 04 月 03 日	43.64	2019 年-2044 年
虎门二桥	2019 年 04 月 02 日	12.89	2019 年-2044 年
试运行-云茂高速	2021 年 06 月 11 日	129.82	2021 年-2046 年
合计（含试运行）	--	959.34	--

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	2019 年	2020 年	2021 年
利润表收费里程（公里）	729.40	813.06	829.52
总收费里程（含试运行路段，公里）	785.93	869.59	959.34
利润表年通行费收入（税后，亿元）	89.51	69.31	101.98
利润表单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1227.17	852.40	1229.37
含试运行路段总通行费（税前，亿元）	108.60	90.99	111.73
含试运行路段单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1381.80	1046.36	1164.65
总里程年通行量（万辆）	64443	58789	65990

资料来源：根据粤路建提供资料整理、计算

2019-2021 年，该公司利润表通行费业务收入分别为 89.51 亿元、69.31 亿元和 101.98 亿元，2020 年因政策性减免通行费政策⁹导致业务收入规模同比减少 22.57%，对行业经营产生明显短期削弱影响，2021 年疫情防控效果良好，公司旗下主要路段通行量恢复，叠加虎门二桥正式运营并贡献大额收入，当年通行费收入较 2020 年增长 47.14%，较 2019 年亦有增长 13.93%。2022 年以来国内部分地区因疫情爆发导致交通封锁，影响途径广东及省内相关客货车辆规模，仍需关注疫情反复对车流量带来的影响。

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	2019 年	2020 年	2021 年
广深高速	通行费收入	32.25	23.85	29.40
	单位里程年通行费收入	2626.22	1942.18	2393.91
	年车流量	21737	24120	23122
江中高速 [2020 年末出表]	通行费收入	4.70	3.48	--
	单位里程年通行费收入	1172.95	868.48	/
	年车流量	5823	4188	--
	通行费收入	0.46	0.34	0.44

⁹ 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。

路产名称	指标	2019 年	2020 年	2021 年
西部沿海高速新会段	单位里程年通行费收入	293.74	217.11	278.61
	年车流量	658	493	642
西部沿海高速珠海段	通行费收入	4.85	3.60	4.33
	单位里程年通行费收入	671.84	498.69	600.47
	年车流量	4818	3561	4171
西二环南段	通行费收入	6.40	4.73	6.17
	单位里程年通行费收入	1509.43	1115.56	1456.04
	年车流量	6010	3566	4626
南环段	通行费收入	11.24	8.87	11.82
	单位里程年通行费收入	2239.04	1766.93	2355.13
	年车流量	6434	5123	7249
博深高速	通行费收入	8.28	6.75	8.05
	单位里程年通行费收入	1309.71	1067.70	1272.57
	年车流量	4088	3404	4423
梅大高速	通行费收入	0.80	0.71	1.10
	单位里程年通行费收入	132.45	118.25	181.43
	年车流量	360	327	406
梅大高速公路东延线	通行费收入	0.13	0.15	0.18
	单位里程年通行费收入	51.90	58.09	73.50
	年车流量	90	158	167
江罗高速	通行费收入	7.94	6.26	7.85
	单位里程年通行费收入	567.14	447.14	560.83
	年车流量	1924	1574	1800
广珠西线高速公路	通行费收入	15.15	10.97	13.65
	单位里程年通行费收入	1547.81	1120.76	1394.41
	年车流量	9624	7660	13218
高恩高速	通行费收入	0.31	0.33	0.42
	单位里程年通行费收入	71.04	75.64	97.03
	年车流量	126	138	185
虎门二桥	通行费收入	16.09	19.21	25.75
	单位里程年通行费收入	12482.54	14903.03	19980.53
	年车流量	2751	3326	4156
罗阳高速	通行费收入	1.76	1.74	1.85
	单位里程年通行费收入	212.05	209.23	222.51
	年车流量	1017	1149	1484
云茂高速	通行费收入	--	--	0.72
	单位里程年通行费收入	--	--	55.46
	年车流量	--	--	342

资料来源：粤路建

注：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及部分路段处于试运行期（云茂高速已于 2021 年 6 月 11 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；2021 年末高恩高速与虎门二桥已正式运行，收入归口利润表核算）。

从各路段收费质量看，该公司核心路产广深高速对通行费收入贡献最大，西二环南段、南环段及广珠西线等高速路产效益偏高，为收入与利润提供进一步补充；罗阳高速、高恩高速尚处于培育期，路产效益的释放存在一定不确定性，梅大高速及梅大高速公路东延线路段效益不高。

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，2019-2021 年广深高速通行费收入分别为 32.25 亿元、23.85 亿元和 29.40 亿元，占年度总通行费收入比重近 30%，路产单公里年通行费收入约 2400 万元，路产效益非常高，处于行业超前列，2021

年路段通行费收入较 2020 年有恢复性增长，但较 2019 年减少 8.84%系当年 6 月与 12 月广东省内局部疫情散发影响车流量所致。

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，2019-2021 年西二环南段分别实现通行费收入 6.40 亿元、4.73 亿元和 6.17 亿元，路产单公里年通行费收入超过 1000 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 11.24 亿元、8.87 亿元和 11.82 亿元，路产单公里年通行费收入约 2000 万元，路产效益处于行业前列，2021 年路段收费能力基本恢复至疫情前水平。

广珠西线高速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。2019-2021 年该路段分别实现通行费收入 15.15 亿元、10.97 亿元和 13.65 亿元，单公里年通行费收入近 1400 万元，路产效益处于行业前列，2021 年路段通行费收入较 2020 年有恢复性增长，但较 2019 年减少 9.90%系当年 6 月与 12 月广东省内局部疫情散发影响车流量所致。

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，2019-2021 年分别实现通行费收入 8.28 亿元、6.75 亿元和 8.05 亿元，路产单公里年通行费收入超过 1000 万元，路产效益处于行业前列。

江罗高速是广东省东西向的一条重要通道，“四横”建成后将成为珠三角西岸地通往广西的最短路线，对珠三角地区的辐射带动能力起到增强带动的作用，2019-2021 年分别实现通行费收入 7.94 亿元、6.26 亿元和 7.85 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。

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，2019-2021 年收取通行费收入分别为 16.09 亿元、19.21 亿元和 25.75 亿元，收入贡献较大，日均车流量近 10 万，虎门二桥的通行缓解了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。

收费标准

跟踪期内，该公司控股路产收费标准和车型分类标准未发生重大变化。

项目建设

该公司作为广东省交通集团有限公司（简称“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 2021 年末，公司主要在建项目为狮子洋通道项目包（包括狮子洋通道、信丰（省界）至南雄高速公路、清远清新至佛山南海高速公路）。

狮子洋通道项目包由该公司、东莞市路桥投资建设有限公司和广州市高速

公路有限公司按 6: 2: 2 比例出资共同设立项目公司负责建设运营。其中狮子洋通道¹⁰路线全长 34.92 公里，设计车道数为双向八车道，建设工期计划 2021 年 7 月至 2027 年 12 月，项目造价 415.80 亿元，截至 2021 年末已投资 2.26 亿元，2022-2023 年计划分别投资 15.00 亿元和 43.00 亿元；清远清新至佛山南海高速公路项目里程 54.02 公里，计划总投资 212.04 亿元，建设工期计划为 2021-2025 年，截至 2021 年末已投资 0.93 亿元，2022-2023 年计划分别投资 25.00 亿元和 41.00 亿元；信丰（省界）至南雄高速公路¹¹为雄乐高速组成部分，设计车道数为双向四车道，项目里程 41.21 公里，计划总投资 47.20 亿元，建设工期计划为 2020-2024 年，截至 2021 年末已投资 8.09 亿元，并计划于 2022-2023 年分别投资 13.00 亿元和 13.00 亿元。总体来看，公司在建项目投资额大，短期内资本支出面临压力。

图表 12. 2021 年末公司主要在建高速公路项目（单位：公里，亿元）

项目	里程	计划工期	计划总投资	资本金	到位资本金	累计投资	未来投资计划		拟通车时间	运营期限
							2022 年	2023 年		
狮子洋通道	34.92	2021-2027	415.80	103.95	3.50	2.26	15.00	43.00	2027.12	25 年
清远清新至佛山南海高速	54.02	2021-2025	212.04	53.01	2.00	0.93	25.00	41.00	2025.12	25 年
信丰（省界）至南雄高速	41.21	2020-2024	47.20	11.80	5.50	8.09	13.00	13.00	2024.12	25 年
合计	130.14	--	675.04	168.76	11.00	11.28	53.00	97.00	--	--

资料来源：粤路建

此外，该公司拟建项目主要为广深高速改扩建项目，该项目于 2020 年开始筹建，目前暂未立项，项目计划总投资约 471 亿元，建设周期为 2023-2027 年，公司拟于 2022 年投资 10.04 亿元。

图表 13. 2021 年末公司主要拟建高速公路项目（单位：公里，亿元）

项目	里程	计划总投资	资本金比例	计划工期	累计投资	未来投资计划		拟通车时间
						2022 年	2023 年	
广深高速改扩建	118.20	471.00	35%	2023-2027	0.98	10.04	60.00	2027.7

资料来源：粤路建

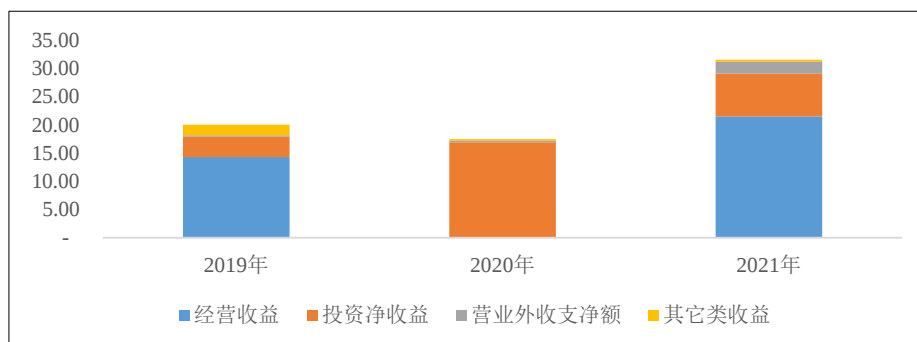
该公司控股股东广东省交通集团是省内高速公路建设和运营的龙头企业，承担了广东省内大部分省际、城际高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。广东省交通集团下属子公司投资项目大多由广东省交通集团安排，各子公司路产之间竞争相对较小，广东省交通集团也对公司提供较有力支持：包括协助子公司用票据、银团贷款和发债等方式来解决投资项目的资金流动性。

¹⁰ 狮子洋过江通道是《广东省高速公路网规划（2020 年-2035 年）（送审稿）》为适应粤港澳大湾区发展需要提出的新的跨江通道，北距虎门二桥 3.6 公里，南距虎门大桥约 8 公里。该通道位于粤港澳大湾区的核心地带，位置优越，吸引交通能力较强，可通过沈海高速、江罗高速、开春高速、常虎高速连接粤西的茂名、湛江、阳江、云浮、江门、中山、珠海、粤东的东莞、惠州、潮汕地区及泛珠地区。

¹¹ 信丰（省界）至南雄高速公路是《韶关高速公路网规划（2014-2030）》中“四纵五横一环”高速公路网布局结构中雄乐高速的重要组成部分，是连接湖南省、广东省、江西省的东西向快速通道。该高速公路将有效连接湖南省境内的京港澳复线和广东省境内的京港澳高速公路、广乐高速公路、武深高速、韶赣高速等，完善京港澳高速公路、广乐高速、武深高速、韶赣高速在湘、粤、赣境内的对接和分流。

(2) 盈利能力

图表 14. 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，非经营收益作为补充。2019-2021 年，营业收入分别为 90.79 亿元、70.91 亿元和 103.35 亿元，其中通行费收入占比超过 97%；综合毛利率分别为 44.18%、37.11%和 45.44%，经营收益分别为 14.32 亿元、0.04 亿元和 21.53 亿元，其中 2020 年因新冠疫情政策性免收通行费等措施，通行费收入大幅缩减致使经营收益同比大幅减少 14.28 亿元，2021 年疫情相对良性防控叠加虎门二桥正式运营并贡献大额利润，当年经营收益较 2020 年大幅增加 21.49 亿元，且较 2019 年增加 7.21 亿元，利润积累能力增强。

图表 15. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计（亿元）	90.79	70.91	103.35
其中：通行费业务（亿元）	89.51	69.31	101.98
毛利（亿元）	40.11	26.32	46.96
其中：通行费业务（亿元）	39.42	25.48	45.83
毛利率（%）	44.18	37.11	45.44
其中：通行费业务（%）	44.04	36.76	44.94
期间费用率（%）	27.53	36.38	24.84
其中：财务费用率（%）	24.17	31.89	20.73
全年利息支出总额（亿元）	27.27	30.96	27.24
其中：资本化利息数额（亿元）	5.16	5.75	3.84
利润表通行费收入利息覆盖倍数（倍）	3.28	2.24	3.74
含试运行路段通行费收入利息覆盖倍数（倍）	3.98	2.94	4.10

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

该公司期间费用集中于财务费用，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，2019-2021 年期间费用分别为 25.00 亿元、25.79 亿元和 25.68 亿元，期间费用率分别为 27.53%、36.38%和 24.84%，其中财务费用分别为 21.94 亿元、22.62 亿元和 21.43 亿元，利息支出仍对利润产生侵蚀影响，管理费用（含研发费用）分别为 3.06 亿元、3.18 亿元和 4.25 亿元，2021 年新增 1.37 亿元研发费用主要为高速公路智能化管理与南沙大桥缆索支撑体系提升研究支出。

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，2019-2021 年利息支出

（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 27.27 亿元、30.96 亿元和 27.24 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 3.98 倍、2.94 倍和 4.10 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 16. 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	2019 年	2020 年	2021 年
投资净收益	3.64	16.88	7.63
其中：权益法核算的长期股权投资收益	3.52	2.22	7.00
营业外收入	0.44	0.46	2.15
其中：政府补助	0.23	0.11	0.07
其他收益	0.04	0.12	0.36
资产处置收益	1.84	0.15	0.01

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

2019-2021 年，该公司投资收益分别为 3.64 亿元、16.88 亿元和 7.63 亿元，收益主要来自广东虎门大桥有限公司和粤高速等长期股权投资获取的收益，投资对象主要是收费公路企业，2020 年增幅来自处置长期股权投资产生的投资收益 8.76 亿元¹²和丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生利得 4.94 亿元¹³。2019-2021 年营业外收入分别为 0.44 亿元、0.46 亿元和 2.15 亿元，2021 年增幅系获得新塘立交改建经营损失补偿费 1.82 亿元。2019-2021 年，资产处置收益分别为 1.84 亿元¹⁴、0.15 亿元和 0.01 亿元。除上述非经营性收益外，2019-2021 年资产减值损失（含信用减值损失）分别为 0.30 亿元、-0.01 亿元和 -0.84 亿元，2021 年主要为收回以前年度虎门大桥工程垫款 0.73 亿元。

2019-2021 年，该公司营业利润分别为 19.85 亿元、17.20 亿元和 29.53 亿元，净利润分别为 13.78 亿元、13.17 亿元和 25.63 亿元，净资产收益率分别为 6.30%、5.65%和 10.74%，公司控股路产质量较高，主业经营稳健，未来仍可持续贡献主要利润。

图表 17. 公司主要盈利指标情况

盈利指标	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润率（%）	21.86	24.25	28.57
总资产报酬率（%）	4.81	4.42	5.67
净资产收益率（%）	6.30	5.65	10.74

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

¹² 该部分投资收益为处置江中公司及臻通公司所得：①年报披露广东省交通集团有限公司《关于收购广东江中高速公路有限公司 51%股权和云浮市广云高速公路 30%的批复》，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将该公司持有的广东江中高速公路有限公司（简称“江中公司”）26%股权以江中公司 2019 年经审计的净资产值 31112 万元转让给新粤（广州）投资有限公司持有，股权划转完成后，公司持有江中公司由 60%降至 34%，同时丧失对江中公司的控制权。②《广州臻通实业发展有限公司 60%股权及相关债权交易合同》，公司于 2020 年 9 月 10 日将持有的广州臻通实业发展有限公司（简称“臻通公司”）37.5%的股权及对臻通公司享有的 3.11 亿元股东借款债权以 12.41 亿元的交易价格转让给深圳市润投咨询有限公司。处置完成后，公司对臻通公司没有直接股权，子公司广州利路实业投资有限公司持有臻通公司 20%股权。

¹³ 该部分投资收益为处置臻通公司产生，参见上条脚注。

¹⁴ 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。

(3) 运营规划/经营战略

“十四五”期间该公司主要工作为推进狮子洋项目包（含狮子洋通道、信丰（省界）至南雄高速公路与清远清新至佛山南海高速公路）的开工建设工作，“十四五”中期将推进广深高速改扩建工作。

图表 18. 公司未来投融资规划（单位：亿元）

主导产品或服务	未来投资计划	
	2022 年	2023 年
资本性支出计划	97.07	187.00
其中：狮子洋通道	15.00	43.00
信丰（省界）至南雄高速	25.00	41.00
清远清新至佛山南海高速	13.00	13.00
江中高速改扩建项目（参股）	34.03	30.00
广深高速改扩建	10.04	60.00
营运资金需求（净额）	20.70	29.61
融资安排（净额）	117.77	216.61
其中：权益类融资	13.38	26.37
债务类融资	104.39	190.24

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司控股股东仍为广东省交通集团，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 2021 年末，广东省交通集团持有该公司 93.96% 股权，广东省人民政府作为广东省交通集团国有资产的出资者，通过广东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广东省国资委”）对广东省交通集团行使出资人职权并承担相应义务，并持有广东省交通集团 90% 股权¹⁵，广东省国资委为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

2022 年 1 月 26 日，该公司发布《广东省公路建设有限公司关于董事发生变动的公告》，公告称根据《关于施大庆等同志职务任免的通知》（粤交人集[2021]112 号）、《关于游小聪同志兼任职务的通知》（粤路建人[2021]774 号）和《关于鲁茂好等同志职务任免的通知》（粤路建人[2022]32 号），确认游小聪兼任公司董事会秘书，不再担任公司董事职务，施大庆和李海虹任公司专职外部董事，张栋和肖益琼任公司董事，鲁茂好任公司职工董事，张占书不再担任公司职工董事。截至 2022 年 3 月末，公司董事会成员实际到位 7 人，其中职工董事 1 人；监事会成员实际到位 3 人，其中职工监事 1 人。

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

¹⁵ 根据广东省财政厅、广东省人力资源和社会保障厅和广东省国资委于 2020 年 12 月 3 日发布的《广东省财政厅、广东省人力资源和社会保障厅和广东省人民政府国有资产监督管理委员会关于划转部分国有资本充实社会保障基金有关事项的通知》（粤财资[2020]78 号），将广东省交通集团 10% 股权划转至广东省财政厅，其余 90% 股权仍由广东省国资委代管。

关联方购销定价方式主要为协商定价，2021 年公司向关联方销售商品、提供劳务获取的关联收入为 0.21 亿元，公司向关联方购买商品、劳务的关联支出为 5.36 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 2021 年末，控股股东广东省交通集团为公司提供担保金额共计 75.00 亿元。

资金拆借方面，截至 2021 年末，联营企业江中公司向该公司借款余额为 5.60 亿元，广东省公路建设有限公司江门分公司和子公司广东湾区交通建设投资有限公司向关联方借款余额分别为 11.60 亿元和 4.25 亿元。

图表 19. 2021 年末公司关联方资金拆借情况（单位：亿元，%）

向关联方拆入资金				向关联方拆出资金			
拆入公司	拆入金额	到期日	利率	拆出公司	拆出金额	到期日	利率
广东湾区交通建设投资有限公司	3.50	2022.11.10	3.15	广东江中高速公路有限公司	1.20	2024.05.25	3.15
	0.75		3.15		1.00	2024.03.21	3.15
广东省公路建设有限公司江门分公司	11.60	2024.11.14	3.25		2.50	2024.06.10	3.15
					0.90	2024.07.28	3.15
合计	15.85	--	--	合计	5.60	--	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

截至 2021 年末，该公司关联方应付应收款见下表，其中对关联方其他应收款余额为 5.24 亿元，主要为应收深中通道管理中心前期代垫费用等；关联方应付账款余额为 3.04 亿元，主要为应付保利长大工程有限公司（简称“保利长大”）的工程款与材料款。

图表 20. 截至 2021 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	0.003	应付账款	3.04
预付款项	0.04	预收款项	0.03
其他应收款	5.24	合同负债	0.16
其他非流动资产	0.21	其他应付款 ¹⁶	-0.12
合计	5.49	合计	3.11

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

根据该公司提供的 2022 年 2 月 15 日《企业信用报告》和 2021 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。

2022 年 5 月 5 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、广东广珠西线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 21. 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	2022.02.15	暂无	暂无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.05.05	暂无	不涉及
诉讼	天眼查及国家企业信	2022.05.05	多笔纠纷，影响可控	

¹⁶ 2021 年末该公司关联方其他应付款余额为负主要系子公司广东广珠西线高速公路有限公司应付保利长大的工程款重分类所致，重分类金额为-0.88 亿元。

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部	核心子公司
行政处罚	用信息公示系统		暂无	广深珠高速 1 笔 ¹⁷ 云茂公司 1 笔 ¹⁸

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

随着高速公路项目投资建设的投资推进，该公司债务规模不断增加，负债经营程度较高，目前高速公路在建与拟建项目资金需求仍较大，公司持续面临投融资压力。公司负债以中长期债务为主，期限结构较合理，2021 年疫情常态防控下路段通行费恢复性增长，虎门二桥也贡献较多增量现金流入，公司主业资金回笼情况良好，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 2021 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。

2021 年，广州利路实业投资有限公司（简称“利路实业”）被无偿划转给广东利通发展投资有限公司¹⁹（简称“利通公司”）；根据粤交集投[2021]114 号文件，该公司吸收合并全资子公司广东高恩高速公路有限公司（简称“高恩高速”），同时新设广东省公路建设有限公司江门分公司对高恩高速进行日常运营管理。同年阳江市粤运朗日房地产开发有限公司与广东湾区交通建设投资有限公司纳入合并范围。截至 2021 年末，公司下属子公司共计 7 家。

¹⁷ 2020-07-06：深圳市交通运输局，深交罚决第 ZD069563 号：未经批准在公路用地范围内设置公路标志以外的其他标志的违法行为，罚款伍仟元整（5000 元）。

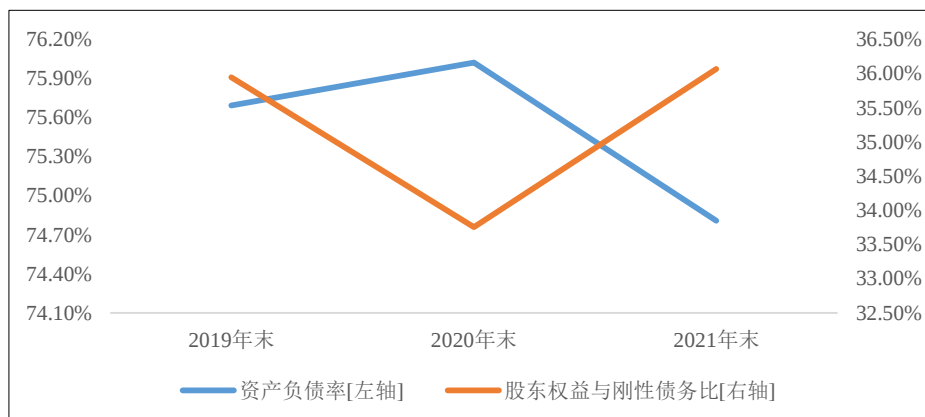
¹⁸ 2021-05-07，罗人社监字（2021）第 14-9 号：不按照劳动保障监察要求报送书面材料的行为，经劳动保障行政部门责令改正仍不改正，处罚款 8000 元。

¹⁹ 利通公司股东为广东省交通集团，原公司名为广东利通置业投资有限公司，2022 年 3 月变更为现公司名。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



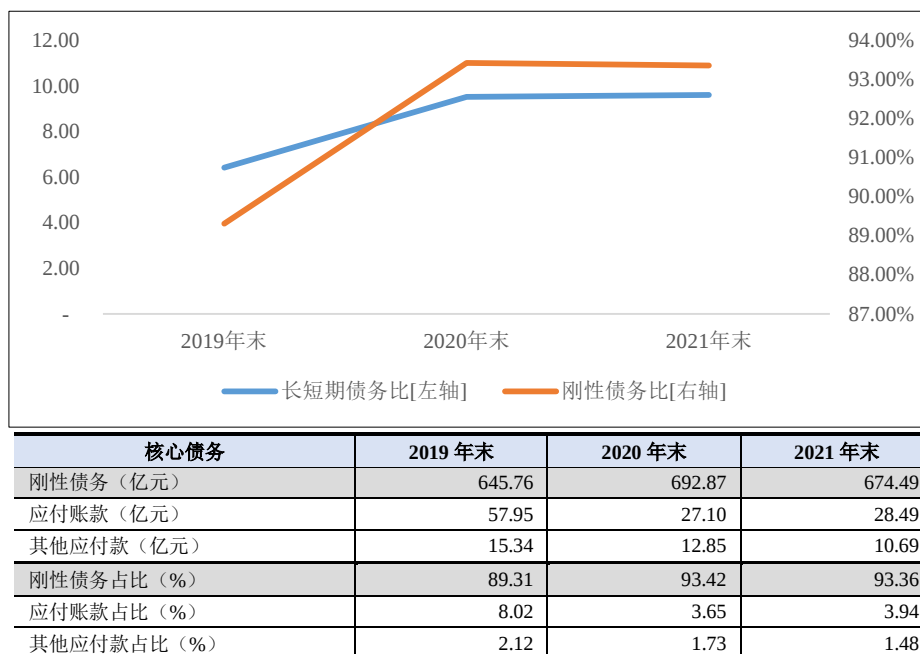
资料来源：根据粤路建所提供数据绘制

受益于政府资金支持与自身经营积累，该公司资本实力不断增强，2019-2021 年末所有者权益分别为 232.16 亿元、233.88 亿元和 243.29 亿元，其中实收资本分别为 88.27 亿元、108.00 亿元和 108.00 亿元，2020 年末增幅系资本公积转增资本，同期末资本公积分别为 48.24 亿元、36.66 亿元和 36.88 亿元，2021 年增幅系云茂高速收到罗定市人民政府拨入项目资本金 1.51 亿元，此外当期公司无偿划转利路实业 100%股权减少资本公积 4.79 亿元，关联方广东交通实业投资有限公司无偿划入广东博大高速公路有限公司 49%股权增加资本公积 3.13 亿元。良好的经营业绩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，2019-2021 年末公司未分配利润分别为 23.27 亿元、23.83 亿元和 32.54 亿元，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 11.40 亿元、7.35 亿元和 9.60 亿元。

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。2019-2021 年末负债总额分别为 723.03 亿元、741.63 亿元和 722.45 亿元，资产负债率分别为 75.70%、76.02%和 74.81%，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 23. 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，2021 年末该公司长短期债务比为 961.01%，债务以非流动负债为主，符合收费公路行业资本投资收回时间长等行业特性。负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款等构成，并以刚性债务为主，2021 年末刚性债务余额为 674.49 亿元，较上年末减少 2.65%，降幅系到期偿付较大规模债务本息，科目余额占负债总额比重为 93.36%；应付账款余额为 28.49 亿元，较上年末增长 5.12%，科目余额主要为项目未结算款和工程进度款；同期末其他应付款（不含应付股利和应付利息）余额 10.69 亿元，较上年末减少 16.80%，主要为应付工程质量保证金（5.57 亿元）、代建项目工程进度款（1.14 亿元）、关联方往来款（1.09 亿元）等，降幅系工程履约保证金减少所致。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期刚性债务合计	21.52	27.17	26.13
其中：短期借款	--	2.99	4.25
一年内到期长期借款	17.02	19.89	19.61
其他短期刚性债务	4.50	4.29	2.27
中长期刚性债务合计	624.24	665.69	648.37
其中：长期借款	529.83	574.81	547.48
应付债券	75.00	75.00	85.00
其他中长期刚性债务	19.41	15.88	15.88
综合融资成本（年化，%）	4.41	4.38	4.00

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,2021 年末短期刚性债务为 26.13 亿元,短期刚性债务现金覆盖率为 236.81%,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;同期末中长期刚性债务为 648.37 亿元,较上年末减少 2.60%,包括长期借款、应付债券和基金借款(广东粤澳合作发展基金 15.88 亿元,用于云茂高速项目)。

间接融资方面,2021 年末该公司银行借款余额为 571.34 亿元,主要为质押借款;长期借款中,质押借款余额为 498.15 亿元,占长期银行借款的比重为 90.99%,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,其中本部银行借款余额为 248.35 亿元。直接融资方面,2021 年末公司对外发行中长期债券余额借款 85.00 亿元,较上年末增幅系 21 粤路 01。借款成本方面,公司对融资成本的控制水平持续加强,2021 年融资成本较上年进一步下降至 4.00%。

图表 25. 公司 2021 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	--	19.61	49.33	1.25-4.2%
质押借款	4.25		498.15	1.7156-4.15%
合计	4.25	19.61	547.48	--

资料来源:粤路建

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入现金率(%)	101.49	101.35	102.86
业务现金收支净额(亿元)	57.77	36.83	78.23
其他因素现金收支净额(亿元)	1.23	0.21	6.61
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	59.00	37.04	84.84
EBITDA(亿元)	78.96	73.95	97.46
EBITDA/刚性债务(倍)	0.13	0.11	0.14
EBITDA/全部利息支出(倍)	2.90	2.39	3.58
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	72.33	44.12	122.48
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.97	5.06	11.59
EBITDA/利息支出[倍]	2.90	2.39	3.58
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.11	0.14

资料来源:根据粤路建所提供数据整理

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,2019-2021 年营业收入现金率分别为 101.49%、101.35%和 102.86%,经营活动产生现金流量净额分别为 59.00 亿元、37.04 亿元和 84.84 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,其中 2020 年因新冠疫情免收通行费政策导致现金流入量缩减。2021 年疫情常态防控下路段通行费恢复性增长,且虎门

二桥通行费收费效益高贡献较多增量现金流²⁰，经营环节产生的现金流量净额较 2020 年大幅增长，且较 2019 年增幅亦很明显。此外，2021 年公司其他因素现金收支净流入 6.61 亿元，主要系收回部分深中通道管理中心垫款所致。

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，2019-2021 年 EBITDA 分别为 78.96 亿元、73.95 亿元和 97.46 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 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
回收投资与投资支付净流入额	3.23	12.04	-3.05
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	-42.15	-29.80	-30.19
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.58	0.21	3.39
投资环节产生的现金流量净额	-37.35	-9.79	-29.85

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，2019-2021 年购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额分别为-42.15 亿元、-29.80 亿元和-30.19 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 3.23 亿元、12.04 亿元和-3.05 亿元，2020 年大幅增长系收回部分对外委托贷款及收回臻通公司股东贷款本金（8.41 亿元），2021 年公司对江中公司追加投资 3.03 亿元和发放委托贷款 5.60 亿元、利路实业向臻通公司发放股东贷款 5.12 亿元，同期收回对外委托贷款 5.00 亿元和取得投资收益收到现金 5.70 亿元，综合致使回收投资与投资支付净额呈净流出。2021 年收到其他与投资活动有关的现金 3.76 亿元主要为在建项目收到的履约保证金及投标保证金。2019-2021 年投资活动产生的现金流量净额分别为-37.35 亿元、-9.79 亿元和-29.85 亿元。目前公司在建高速公路项目仍有大额资金需求，未来仍面临资金压力。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年
权益类净融资额	-14.87	-7.16	-11.55
债务类净融资额	2.79	-12.57	-45.45
其中：现金利息支出	28.20	30.74	27.55
其他与筹资活动有关现金净额	3.41	3.96	-0.13
筹资环节产生的现金流量净额	-8.67	-15.77	-57.13

资料来源：根据粤路建所提供数据整理；

注：2020 年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

²⁰ 2021 年虎门二桥通行费收入较 2019 年增加 9.66 亿元。

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。2019-2021 年吸收投资收到的现金分别为 7.04 亿元、5.39 亿元和 5.91 亿元，主要为政府资金用于高速公路项目资本金投入；由于较大规模的股利分配，同期权益类净融资额分别为-14.87 亿元、-7.16 亿元和-11.55 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，同期债务类净融资分别为 2.79 亿元、-12.57 亿元和-45.45 亿元。2019-2021 年筹资活动产生现金流净额分别为-8.67 亿元、-15.77 亿元和-57.13 亿元，2021 年偿还较大规模到期债务本息，净流出扩大。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.04	76.36	78.31
	10.47	7.83	8.11
其中：货币资金（亿元）	52.14	64.01	61.88
应收账款（亿元）	2.57	2.37	1.76
预付款项（亿元）	1.61	1.75	2.09
存货（亿元）	41.57	0.01	0.21
其他应收款（亿元）	1.18	7.45	6.77
其他流动资产（亿元）	0.77	0.76	5.61
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	855.14	899.16	887.42
	89.53	92.17	91.89
其中：固定资产（亿元）	585.02	596.96	658.25
在建工程（亿元）	207.43	230.15	160.73
长期股权投资（亿元）	41.25	39.37	39.85
无形资产（亿元）	0.22	9.11	8.50
长期应收款（亿元）	3.90	5.20	9.20
其他非流动资产（亿元）	13.12	14.48	7.25
期末全部受限资产账面金额（亿元）	777.27	815.34	794.91
受限资产账面余额/总资产（%）	81.37	83.58	82.31

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

截至 2021 年末，该公司资产总额 965.73 亿元，其中非流动资产 887.42 亿元，占资产总额比重 91.89%，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 2021 年末，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、其他非流动资产和长期应收款构成，其中长期股权投资为 39.85 亿元，较上年末增长 1.22%，期末对外投资对象主要是“粤高速 A”（投资余额 26.18 亿元，持股比例 22.30%）和江中公司（投资余额 7.21 亿元，持股比例 34.00%）等，当期公司对臻通公司投资将至 0 元，系公司无偿划转持有的利路实业 100% 股权至利通公司，股权划转完成后，公司不再持有原利路实业持有的臻通公司股权；期末权益法下确认的投资收益为 7.00 亿元，主要来自“粤高速 A” 3.79 亿元；公司所投资企业当期宣告发放现金股利或利润合计 4.53 亿元，主要来自广州市北二环交通科技有限公司 1.46 亿元和“粤高速 A” 1.36 亿元。

2021 年该公司末固定资产为 658.25 亿元，较上年末增长 10.27%，主要为公路及构筑物，增幅主要系高恩高速与虎门二桥试运营结束转固；同期末在建

工程为 160.73 亿元，较上年末减少 30.16%，降幅系当年高恩高速与虎门二桥试运营结束转固；其他非流动资产为 7.25 亿元，较上年末减少 49.92%，主要为待抵扣待认证增值税进项税（6.69 亿元），降幅主要系对外委托贷款即将到期收回转入其他流动资产核算所致；同期末无形资产为 8.50 亿元，较上年末减少 6.69%，科目核算内容主要为：2020 年公司将 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日疫情防控期间发生的相关运营支出计入无形资产-收费公路特许经营权账面价值，并自 2020 年 5 月起在剩余经营期限内摊销；同期末长期应收款为 9.20 亿元，较上年末增长 76.92%，增幅与科目余额主要为债权转让款（当年公司将持有利路实业 100% 股权无偿划转至利通公司，公司持有对原子公司利路实业的债权变更为对利通公司债权）。

截至 2021 年末，该公司流动资产为 78.31 亿元，较上年末增长 2.56%，主要由货币资金和其他应收款构成，其中货币资金为 61.88 亿元，较上年末减少 3.34%，期末无受限货币资金，现金类资产能为短期刚性债务偿付提供有效保障；同期末其他应收款 6.77 亿元，较上年末减少 9.12%，主要为应收深中通道管理中心垫款 3.90 亿元（已于 2022 年 1 月收回）与萝岗立交地块垫款 1.34 亿元（计划在土地收储后收回），降幅系收回部分深中通道管理中心垫款所致。此外，同期末其他流动资产为 5.61 亿元，较上年末增加 4.85 亿元，主要系即将到期的对外委托贷款由其他非流动资产转入该科目所致，主要为应收江中公司委托贷款 5.60 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率（%）	102.65	108.39	115.01
速动比率（%）	58.34	105.90	111.65
现金比率（%）	53.50	90.87	90.87
短期刚性债务现金覆盖率（%）	242.32	235.57	236.81

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，属于资本密集型企企业，资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，2021 年末流动比率和速动比率分别为 115.01%和 111.65%，资产流动性尚可。

现金类资产方面，该公司货币资金储量较大，且受限规模小，2021 年末现金比率 90.87%，短期刚性债务现金覆盖率 236.81%，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 2021 年末，该公司受限资产账面价值合计 794.91 亿元，受限比率为 82.31%，资产受限比例较大，并主要是收费权质押。

图表 31. 2021 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	科目占比	受限原因
固定资产	587.93	89.32	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%、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
无形资产	6.63	78.02	

项 目	期末账面价值	科目占比	受限原因
			速公路 100%、博深高速公路 100%、梅大高速公路 100%、梅大东延线高速公路 100%、西线 100%、罗阳 100%、虎门二桥高速公路 100%、高恩 100%)
在建工程	144.18	89.71	收费权质押 (云茂高速公路 60%)
其他	56.17	--	广深珠高速公路一切财产及收费权质押
合计	794.91	82.31	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

6. 表外事项

截至 2021 年末，该公司无对外担保，公司本部及下属子公司涉及部分诉讼纠纷，实际影响可控。

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。2021 年末，本部总资产为 582.56 亿元，资产主要分布于长期股权投资（对子公司、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（公路养护工程以及其他专项与互通工程）；同期末所有者权益为 219.26 亿元，资产负债率为 62.56%，财务杠杆尚可控，同期末刚性债务为 351.51 亿元（其中短期刚性债务为 10.54 亿元，现金类资产对短期刚性债务的覆盖倍数为 4.32 倍）。2019-2021 年，本部营业收入分别为 30.21 亿元、23.49 亿元和 49.66 亿元，净利润分别为 9.76 亿元、9.90 亿元和 28.98 亿元，同期本部经营性现金净流入分别为 25.07 亿元、13.64 亿元和 34.05 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。2016-2021 年公司获得省市在项目资本金及专项资金支持分别为 8.75 亿元、8.10 亿元、4.18 亿元、6.00 亿元、5.39 亿元和 1.51 亿元。

同时，控股股东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 2021 年末，公司合并口径已获得银行与广东省交通集团财务有限公司授信合计 1106.79 亿元，已使用授信 660.15 亿元，未使用授信余额为 431.04 亿元。同时，公司可通过资本市场进行债务融资，具有较强的直接融资能力。

图表 32. 来自大型国有银行的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	1106.79	675.75	431.04
其中：国家政策性金融机构（亿元）	176.62	143.09	33.53
工农中建交五大商业银行（亿元）	771.18	462.82	308.36
其中：大型国有金融机构占比（%）	85.63	89.66	79.32

资料来源：粤路建（截至 2021 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

21 粤路 01 与 22 粤路 01：调整票面利率选择权、回售选择权

调整票面利率选择权：21 粤路 01 与 22 粤路 01 附第 5 个计息年度末发行人调整票面利率选择权，该公司有权决定是否在本期债券存续期的第 5 个计息年度末调整第 6 个和第 7 个计息年度的票面利率。公司将于上述债券存续期的第 5 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，披露是否调整其票面利率、调整方式（加/减调整幅度）以及调整幅度的公告。若公司未在上述债券存续期的第 5 个计息年度末行使调整票面利率选择权，则其第 6 个和第 7 个计息年度票面利率仍维持原有计息年度票面利率不变。

回售选择权：21 粤路 01 与 22 粤路 01 附第 5 个计息年度末投资者回售选择权，在该公司于上述债券存续期的第 5 个计息年度付息日前发出关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的上述债券按票面金额全部或部分回售给公司；若债券持有人未做登记，则视为继续持有上述债券并接受上述调整。

19 粤路建债：外部担保

19 粤路建债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 19 粤路建债偿付的安全性。

截至 2021 年末，广东省交通集团实收资本为 268.00 亿元，广东省人民政府和广东省财政厅分别持有其 90%和 10%股权，广东省人民政府为实际控制人，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。“十三五”期间，广东省交通集团累计投资约 2756 亿元，新增高速公路约 2870 公里，约占全省“十三五”新增里程的 78%。截至 2021 年末，广东省交通集团运营的高速公路总里程达 7962 公里，占广东

省高速公路通车总里程约 72%，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。2021 年广东省交通集团实现营业收入 537.22 亿元，同比增长 32.28%，其中通行费收入 397.76 亿元，同比增长 41.60%。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 33. 广东省交通集团经营收益结构分析

经营收益结构	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入合计（亿元）	488.07	406.13	537.22
其中：车辆通行费业务（亿元）	360.87	280.89	397.76
材料销售业务（亿元）	37.05	50.79	54.88
客货运输业务（亿元）	40.96	24.06	25.66
服务区经营业务（亿元）	21.29	30.04	36.72
工程施工业务（亿元）	--	10.95	14.09
毛利率（%）	36.91	30.20	34.42
其中：车辆通行费业务（%）	44.55	39.08	42.46
材料销售业务（%）	7.71	7.47	6.41
客货运输业务（%）	16.11	-13.08	-6.11
服务区经营业务（%）	13.99	18.29	12.45
工程施工业务（%）	--	31.73	34.65
期间费用率（%）	24.69	32.52	23.82
其中：财务费用率（%）	18.12	24.65	17.47
全年利息支出总额（亿元）	107.43	124.86	117.98
其中：资本化利息数额（亿元）	18.52	21.67	21.97
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	3.36	2.25	3.37

资料来源：根据广东省交通集团数据整理、计算（2019 年工程施工业务暂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 2021 年末，广东省交通集团账面重大在建工程合计预算投资规模达 2581.65 亿元，期末账面投资余额 912.64 亿元。根据广东省高速公路十四五期间的规划，未来项目投资规模大，公司承担投建运管职能，资本支出压力较大。

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，2021 年末负债总额为 3185.98 亿元，较上年末小幅减少 0.81%，其中刚性债务为 2921.43 亿元，与上年末基本持平，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，2021 年末广东省交通集团所有者权益为 1307.08 亿元（其中实收资本和资本公积合计 764.34 亿元），较上年末增长 4.49%，资产负债率为 70.91%，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，2021 年末广东省交通集团合并口径货币资金为

195.06 亿元（受限规模 15.22 亿元），现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 85.04% 和 245.20%，2021 年经营活动现金流量净额 321.00 亿元。

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

根据本评级机构评定：广东省交通集团的主体信用级别为 AAA 级。综上，广东省交通集团具有稳健的业务经营积累和强健的财务实力，其对本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步增强 19 粤路建债的债务本息到期偿付的安全性。

跟踪评级结论

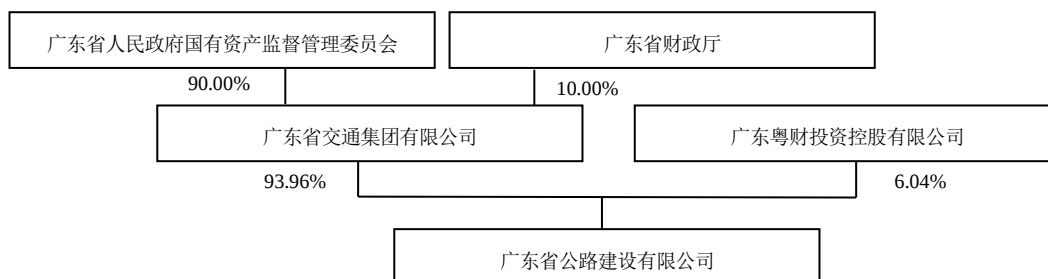
跟踪期内，该公司控股股东仍为广东省交通集团，实际控制人为广东省人民政府，公司股权清晰，控股股东实力强，产权状况及治理结构未发生重大变化。

该公司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，2021 年因疫后恢复性增长与新路产正式运营补充收入，公司主业收入与经营收益增幅明显，但仍需关注 2022 年以来省内疫情反复所带来的车流量波动影响。后续高速公路项目投建仍持续推进，且资金需求规模较大，公司未来仍面临资本支出压力。

随着高速公路项目建设的投资推进，该公司债务规模不断增加，负债经营程度较高，目前高速公路在建与拟建项目资金需求仍较大，公司持续面临投融资压力。公司负债以中长期债务为主，期限结构较合理，2021 年疫情常态防控下路段通行费恢复性增长，虎门二桥也贡献较多增量现金流入，公司主业资金回笼情况良好，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保障。

附录一：

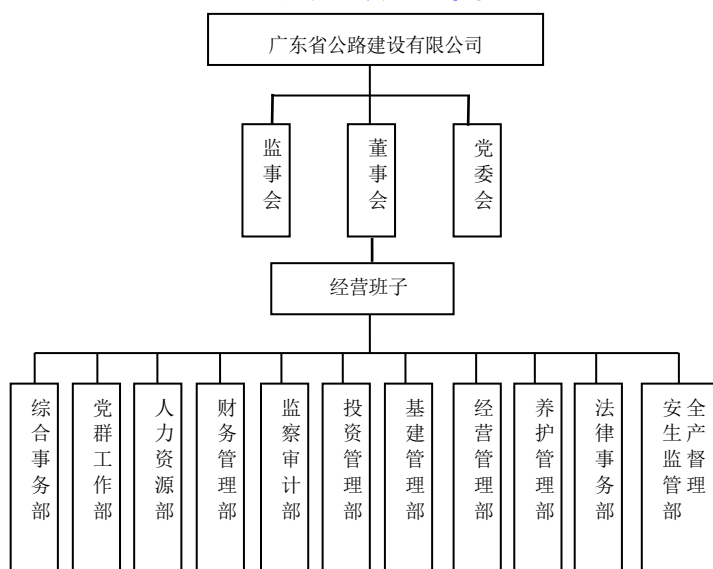
公司与实际控制人关系图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至2022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2022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	2021 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
广东省公路建设有限公司	粤路建	本部	--	高速公路投资、 建设和运营	351.51	219.26	49.66	28.98	34.05	本部口径
广深珠高速公路有限公司	广深珠高速公司	子公司	55.00		30.06	16.96	29.00	14.04	20.66	
广东博大高速公路有限公司	博大公司	子公司	51.00		140.93	6.38	9.21	-7.48	6.41	
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司	子公司	75.47		78.96	61.59	--	-0.23	-0.20	
广东广珠西线高速公路有限公司	西线公司	子公司	50.00		42.92	52.51	13.88	3.49	10.87	
广东罗阳高速公路有限公司	罗阳公司	子公司	100.00		45.28	6.63	1.83	-2.37	1.40	

注：根据粤路建 2021 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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	955.18	975.52	965.73
货币资金 [亿元]	52.14	64.01	61.88
刚性债务[亿元]	645.76	692.87	674.49
所有者权益 [亿元]	232.16	233.88	243.29
营业收入[亿元]	90.79	70.91	103.35
净利润 [亿元]	13.78	13.17	25.63
EBITDA[亿元]	78.96	73.95	97.46
经营性现金净流入量[亿元]	59.00	37.04	84.84
投资性现金净流入量[亿元]	-37.35	-9.79	-29.85
资产负债率[%]	75.70	76.02	74.81
权益资本与刚性债务比率[%]	35.95	33.76	36.07
流动比率[%]	102.65	108.39	115.01
现金比率[%]	53.50	90.87	90.87
利息保障倍数[倍]	1.55	1.38	2.02
担保比率[%]	0.15	0.08	—
营业周期[天]	156.67	182.93	8.01
毛利率[%]	44.18	37.11	45.44
营业利润率[%]	21.86	24.25	28.57
总资产报酬率[%]	4.81	4.42	5.67
净资产收益率[%]	6.30	5.65	10.74
净资产收益率*[%]	4.58	5.61	10.66
营业收入现金率[%]	101.49	101.35	102.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	72.33	44.12	122.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.29	3.72	7.51
EBITDA/利息支出[倍]	2.90	2.39	3.58
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.11	0.14

注：表中数据依据粤路建经审计的 2019-2021 年审计报告整理、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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	4245.76	4462.88	4493.05
货币资金 [亿元]	236.89	205.19	195.06
刚性债务[亿元]	2698.51	2929.54	2921.43
所有者权益 [亿元]	1250.14	1250.96	1307.08
营业收入[亿元]	488.07	406.13	537.22
净利润 [亿元]	52.54	16.59	50.86
EBITDA[亿元]	315.50	274.48	351.69
经营性现金净流入量[亿元]	272.23	149.47	321.00
投资性现金净流入量[亿元]	-274.74	-300.74	-207.65
资产负债率[%]	70.56	71.97	70.91
长短期债务比[%]	695.56	759.88	784.73
权益资本与刚性债务比率[%]	46.33	42.70	44.74
流动比率[%]	101.04	105.37	109.62
速动比率[%]	74.01	96.22	100.42
现金比率[%]	63.84	78.29	85.04
利息保障倍数[倍]	1.53	1.11	1.46
有形净值债务率[%]	325.14	360.23	330.24
担保比率[%]	13.27	12.06	11.55
毛利率[%]	36.91	30.20	34.42
营业利润率[%]	15.40	8.49	13.73
总资产报酬率[%]	4.00	3.17	3.85
净资产收益率[%]	4.35	1.33	3.98
净资产收益率*[%]	2.92	0.65	3.12
营业收入现金率[%]	103.65	100.09	102.94
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	74.57	39.85	87.51
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	10.42	5.31	10.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.69	-40.34	30.90
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-0.10	-5.38	3.87
EBITDA/利息支出[倍]	2.94	2.20	2.98
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.12

注：表中数据依据广东省交通集团经审计的 2019-2021 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 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	7
		流动性	1
	个体风险状况		1
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告链接
主体评级	历史首次评级	2019 年 02 月 02 日	AAA/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 11 月 05 日	AAA/稳定	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022 年 06 月 10 日	AAA/稳定	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	-
19 粤路建债	历史首次评级	2019 年 02 月 02 日	AAA	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 06 月 15 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022 年 06 月 10 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	-
21 粤路 01	历史首次评级	2021 年 04 月 09 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022 年 06 月 10 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	-
22 粤路 01	历史首次评级	2021 年 11 月 05 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022 年 06 月 10 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 收费公路行业（运营类）信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（收费公路行业-运营类）MX-GS025（2020.4）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。