

广东省公路建设有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2021)011606】

评级对象: 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)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

计划发行: 不超过 20 亿元

本期发行: 不超过 10 亿元

存续期限: 7(5+2) 年

增级安排: 无

评级时间: 2021 年 11 月 5 日

发行目的: 偿还有息债务及补充营运资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	28.99	31.70	48.27	58.29
刚性债务	322.65	353.30	349.36	330.50
所有者权益	182.45	188.15	196.19	218.88
经营性现金净流入量	14.62	25.07	13.64	37.94
合并口径数据及指标:				
总资产	798.16	955.18	975.52	972.19
总负债	593.07	723.03	741.63	718.86
刚性债务	548.38	645.76	692.87	674.77
所有者权益	205.10	232.16	233.88	253.32
营业收入	65.21	90.79	70.91	75.82
净利润	16.55	13.78	13.17	21.21
经营性现金净流入量	47.51	59.00	37.04	70.29
EBITDA	60.94	78.96	73.95	—
资产负债率[%]	74.30	75.70	76.02	73.94
权益资本与刚性债务 比率[%]	37.40	35.95	33.76	37.54
流动比率[%]	77.91	102.65	108.39	139.07
现金比率[%]	59.64	53.50	90.87	127.78
利息保障倍数[倍]	1.61	1.55	1.38	—
净资产收益率[%]	8.14	6.30	5.65	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	73.84	72.33	44.12	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-1.75	3.29	3.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.56	2.90	2.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.13	0.11	—

注: 根据粤路建经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

张 佳 zhangjia@shxsj.com

林婧婧 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

评级观点

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。

主要风险:

- **政策性风险。**收费公路行业的政策属性相当明显, 行业对政策及细则变化的敏感度较高, 行业内企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望, 未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍有不确定性。2020 年政策性免收通行费因素对行业及收费公路企业经营与现金流产生短期冲击, 目前该政策影响已基本出清。
- **负债经营程度较高及资本支出压力。**高速公路建设累积较大规模债务, 粤路建资产负债率较高, 目前公司在高速公路项目资金需求大, 面临资本支出压力, 尤其是“十四五”中后期, 狮子洋项目包和广深高速改扩建将带来大规

模投入,关注资本金配置安排与年度投融资压力。此外,路产收费权及相关资产被抵质押规模较大,或一定程度影响未来融资空间。

- **核心路段效益增长承压,新通车路产能释放存在不确定性。**粤路建的核心路产通行能力趋于饱和状态,未来增长承压,加之广东省包括珠三角区域内高速公路及铁路网络不断完善,或将对部分核心路段产生竞争分流影响。同时,公司新通车、在建的部分路产主要为非主干线路段,投运后培育期较长;2020 年公司将收费效益较高的江中高速股权有偿划转出表,并无偿获取路段效益较低的罗阳高速,未来旗下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本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券 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

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

广东省公路建设有限公司（简称“粤路建”、“该公司”或“公司”）成立于 1987 年，是由广东省交通厅投资组建的全民所有制企业。根据广东省经济贸易委员会和广东省财政厅《关于将广东省交通开发公司等企业划拨给广东省交通集团公司的通知》（粤经贸〔2000〕551 号），广东省交通厅于 2000 年将投资的下属企业划拨给广东省交通集团有限公司（简称“广东省交通集团”），并由广东省交通集团代表广东省交通厅对国有资本进行持股，公司成为广东省交通集团的全资子公司，2007-2011 年，经广东省交通集团多次增资，公司注册资本增至 72.00 亿元。2014 年，广东粤财投资控股有限公司（简称“广东粤财”）对公司注资 17.90 亿元（其中注册资本增加 6.33 亿元，资本公积增加 11.57 亿元），2014 年末，公司注册资本增至 78.33 亿元，其中广东省交通集团和广东粤财分别持股 91.92% 和 8.08%。

根据 2017 年 7 月股东决议及该公司 2017 年度审计报告，广东粤财原在 2014 年增资资金中用于江罗项目的 3.90 亿元通过减资方式收回并调整至其他项目（其中注册资本减少 1.00 亿元，资本公积减少 2.90 亿元）；同时，广东省交通集团向公司增资 14.05 亿元（认缴注册资本 10.94 亿元），增资后公司注册资本增至 88.27 亿元，工商变更登记于 2017 年 11 月完成。截至 2019 年末，公司实收资本为 88.27 亿元，其中广东省交通集团和广东粤财分别持股 93.96% 和 6.04%。2020 年初公司进行资本公积转增资本，实收资本和注册资本变更为 108.00 亿元，并于 2020 年 3 月完成工商变更登记，截至 2021 年 9 月末，广东省交通集团和广东粤财仍分别持股 93.96% 和 6.04%，实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广东省国资委”）。

该公司主要从事广东省珠江三角洲地区的高速公路的投资、建设和运营。截至 2021 年 9 月末，公司控股路产收费里程共计 959.34 公里（含试运行路段），约占 2020 年末广东省高速公路通车总里程的 9.15%。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司向中国证监会申请公开发行规模不超过 20 亿元的公司债券（简称“本期债券”），本期债券拟发行规模不超过 10 亿元，期限 7（5+2）年，所募集资金扣除发行费用后拟将用于偿还有息债务及补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	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）
总发行规模：	不超过 20 亿元人民币
本期发行规模：	不超过 10 亿元人民币
本期债券期限：	7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权
债券利率：	固定利率
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排：	无

资料来源：粤路建

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 2 所示，截至 2021 年 9 月末，公司存续债券余额为 85.00 亿元，付息情况正常。

图表 2. 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
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	--	85.00	85.00	--	--	--

资料来源：粤路建（数据截至 2021 年 9 月末）

(2) 募集资金用途

该公司本期债券所募集资金扣除发行费用后，拟将 7.50 亿元用于偿还有息债务，2.50 亿元用于补充营运资金。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年第三季度以来，全球经济持续恢复且表现分化，通胀风险依然高企；部分新兴经济体加息节奏加快，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。短期内，我国经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年第三季度以来，新冠疫情传播反复，全球经济持续恢复的同时，发达与新兴经济体修复节奏仍在分化，供需不平衡以及大规模的流动性投放导致的通胀风险依然高企。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下持续加息且节奏有所加快，欧洲央行已宣布放缓紧急购债计划的购债速度，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

房地产调控、地方政府隐性债务监管、“缺芯”、“限产”以及疫情散发等因素叠加交织，我国经济恢复进程趋弱。消费者物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。工业各行业中高技术制造业及采掘业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但行业间不均衡，中下游制造业及小微企业面临的成本和营运资金压力较大。国内疫情散发导致消费恢复不稳；固定资产投资中房地产投资和基建投资增长放缓，制造业投资稳步恢复；新出口订单指数持续走低，出口贸易延续强势的同时波动性加大。人民币汇率平稳波动，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性稳定性、增强有效性，通过政策联动为实体经济提供支持。我国财政政策保持积极，地方政府专项债发行节奏和资金使用进度持续加快，财政支出效能不断提高，保就业、保民生、保市场主体的同时带动有效投资；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。央行实行灵活精准的稳健货币政策，加强跨周期调节，保持流动性合理充裕，通过降准、新增支小再贷款、续作直达实体经济货币政策工具等措施，引导金融资源服务实体和支持绿色发展；防风险与保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速经历明显回落有望企稳。资管新规过渡期即将结束，我国金融监管持续强化，深化金融机构改革、从严打击证券违法活动、推动债券市场高质量发展和双向开放，为金融市场健康发展夯实基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、世界经济修复分化与高通胀、美联储宽松政策退出、地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力加大，经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间：预计消费恢复仍需要较长时间，固定资产投资中制造业投资持续恢复、房地产开发投资增速放缓、基建投资表现平稳，出口贸易的强势表现或不具可持续性。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(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；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，收支不平衡达到历史新高位，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化，且随着疫情良性防控，行业现金流已恢复常态。

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 年前三季度，公路建设完成投资 1.87 万亿元，较上年同期增长 4.88%。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 2020 年末 16.10 万公里，我国公路网络不断完善，2020 年末国家高速公路通车里程 11.30 万公里。

同期年末,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 3. 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%
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: 交通运输部各年收费公路统计公报

中长期内,公路行业仍保持较大规模和较强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,对外融资依存度高,增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 4. 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

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。

收费高速公路	2018 年末	2019 年末	2020 年末
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，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，年度收支缺口处于历史高位。

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%，行业付息压力大，债务循环压力大。

图表 5. 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

随着 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 年下半年度以来行业现金流逐步恢复，免收费的政策性影响基本出清；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

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。

依赖于政策导向及上级资金支持。

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，新标准调整一类客车的分类界值：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（简称“97 号文”），重点提出：“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债

务。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。2017-2020 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 亿元和 1895.67 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：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。

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和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

个体企业在经营上的差异主要体现在以下几个方面：规模、路产地位、路产效益、竞争分流、基础设施开发/改扩建和多元化业务拓展。（1）收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现；（2）收费公路企业控股路产在国家收费公路网络布局中的地位对其发展较为重要，其竞争能力和经营稳定性较强；（3）控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准：单公里收费水平、路产收费对利息的覆盖能力等；（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 6. 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	70.69	34.91	25.77	32.16	940.09	256.90	36.46
山东高速	113.65	33.48	21.39	43.09	929.17	440.47	60.94
深高速	80.27	35.04	22.36	11.01	551.45	153.94	52.35
四川成渝	54.59	35.65	7.31	22.86	404.63	182.44	59.14
粤高速 A	37.90	56.15	13.64	26.36	197.49	68.70	48.19
赣粤高速	50.66	28.47	5.45	23.28	353.65	108.73	49.82
宁沪高速	80.32	41.65	25.19	31.37	610.96	243.66	45.91

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
中原高速	50.77	32.40	2.45	22.70	474.76	317.87	74.81
皖通高速	26.33	50.52	8.66	17.04	162.41	23.14	26.64
福建高速	23.26	50.31	5.78	17.60	161.81	23.74	24.44
吉林高速	8.50	28.21	0.67	4.06	66.52	19.12	39.07
现代投资	140.31	10.98	5.61	-3.38	455.56	300.36	74.34
楚天高速	24.87	44.12	3.44	12.98	158.14	70.88	54.15
五洲交通	17.23	40.31	5.61	7.77	104.77	46.55	54.80
东莞控股	12.56	59.40	9.17	28.58	139.87	33.98	35.50
龙江交通	5.60	37.36	2.33	3.02	51.66	0.00	9.25
山西路桥	6.35	41.27	-0.50	4.84	81.34	47.01	85.68

资料来源：Wind 资讯，数据时间节点为 2020 年（末）

风险关注

（1）政策性风险。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在一定不确定性。2020 年新冠疫情期间，春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费等措施对行业经营产生明显的短期冲击；而后随着疫情有效控制和良性消退，国内公路客货运输需求释放并基本恢复至常态。

（2）收费公路行业面临收入增长趋缓及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回报期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。对于收费公路发债主体而言，养护成本上升叠加资金成本，将加大收费公路经营企业总成本控制压力，但通行费收入环节受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

（3）行业债务循环和利息偿付继续承压，财务杠杆较高。收费公路行业存量债务规模大，通行费收入难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息；同时，区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息或将持续承压。收费公路行业因基建投资支出规模大，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。

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

（5）不同区域高速公路主体信用质量分化。中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，则更易受冲击，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，目前经济体量已稳居全国各省市之首，且经济增速维持在中高速增长区间，经济抗跌性强，对全国经济增长具有明显的“稳定器”作用。

2018-2020 年，广东省地区生产总值分别为 9.99 万亿元、10.77 万亿和 11.08 万亿元，占国内生产总值的比重分别为 10.87%、10.87%和 10.90%。同期，广东省地区生产总值增速分别为 6.8%、6.2%和 2.3%，其中 2018-2019 年全省经济增速均高于全国 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。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。2020 年，广东省第一产业增加值为 4769.99 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值为 43450.17 亿元，同比增长 1.8%；第三产业增加值为 62540.78 亿元，同比增长 2.5%。三次产业结构由 2018 年的 3.8:41.4:54.8 调整为 2020 年的 4.3:39.2:56.5，2020 年广东省第三产业增加值占地区生产总值的比重较 2018 年提升 1.7 个百分点，产业结构持续调整。2021 年以来，广东疫情防控和经济社会发展成果不断巩固，生产需求持续增长，新动能新业态发展壮大，经济运行保持稳定恢复态势。2021 年 1-8 月广东省实现地区生产总值 5.72 万亿元，同比增长 13.0%，其中第一、二、三产业分别实现增加值 0.21 亿元、2.23 亿元和 3.29 亿元，分别同比增长 8.7%、15.7%和 11.6%。

图表 7. 广东省国民经济发展状况（单位：%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-8 月	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	99945.22	6.8	107671.1	6.2	110760.90	2.3	57226.31	13.0
第一产业增加值（亿元）	3836.40	4.4	4351.26	4.1	4769.99	3.8	2063.85	8.7
第二产业增加值（亿元）	41398.45	5.9	43546.43	4.7	43450.17	1.8	22267.19	15.7

指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-8 月	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
工业增加值（亿元）	37651.05	5.9	39398.46	4.6	38903.90	1.3	23243.79	14.4
第三产业增加值（亿元）	54710.37	7.8	59773.38	7.5	62540.78	2.5	32895.26	11.6
人均地区生产总值（元）	88781	5.2	94172	4.5	--	--	--	--
社会消费品零售总额（亿元）	39767.12	8.8	42951.75	8.0	40207.85	-6.4	28787.17	15.3
固定资产投资额（亿元）	--	10.7	--	11.1	--	7.2	--	11.7
房地产开发投资额（亿元）	14412.19	19.3	15852.16	10.0	17312.74	9.2	--	7.8
进出口总额（亿美元）	10851.03	7.8	10365.78	-4.5	70844.82 亿元	-0.9	52413.60 亿元	19.6
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.43	8.2	4.81	8.5	5.03	4.4	--	--

资料来源：广东省统计年鉴、广东省统计公报及广东统计信息网

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。2018-2020 年，广东省对“一带一路”沿线国家进出口额分别为 16138.35 亿元、17144.2 亿元和 17558.61 亿元，同比分别增长 7.3%、6.3%和 2.3%。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。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 2020 年末全省高速公路通车总里程达 10488 公里，居全国第一，全省 67 个县（市）实现“县县通高速”的目标。受益于区域经济和公路交通网络的发展，广东省公路交通运输货物周转量和旅客周转量保持较大体量，2020 年广东省公路完成货物周转量 2524.2 亿吨公里，同比减少 1.6%；完成营业性旅客周转量 556.31 亿人公里，同比减少 49.1%，降幅主要系新冠疫情和私家车、铁路、民航等其他运输方式分流所致，未来随着高速铁路网的不断完善和民航线路不断优化，或将对省内高速公路网进一步产生竞争分流。

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。较高质量交通规划发展的同时对省内公路建设主体的投融资带来挑战，或面临一定资本支出压力。

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；2020 年因疫情防控等政策性收费减免措施导致主业收入和经营收益明显缩减，但属于短期冲击，目前公路收费业务恢复稳定运行。后续高速公路项目投建仍持续推进，资金需求规模大，公司未来仍面临投融资压力。

该公司是广东省高速公路主要的投融资和建设运营主体之一，其核心路产主要布局于广东省珠江三角洲。2018-2020 年，营业收入分别为 65.21 亿元、90.79 亿元和 70.91 亿元，其中通行费收入分别为 64.30 亿元、89.51 亿元和 69.31 亿元，为营业收入最主要来源。同期综合毛利率分别为 49.66%、44.18%和 37.11%，因道路折旧、养护、专项维修支出增加、部分新通车路产尚处于培育期，加之省内路网不断完善带来一定分流影响，年度间毛利率呈下降趋势，2020 年因疫情防控免收通行费等政策致通行费收入规模与毛利率水平降幅明显。2021 年前三季度营业收入 75.82 亿元，较上年同期增长 68.88%，综合毛利率为 48.63%，较上年同期提升 23.51 个百分点。

图表 8. 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 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	65.21	100.00	90.79	100.00	70.91	100.00	75.82	100.00
通行费	64.30	98.60	89.51	98.59	69.31	97.74	75.09	99.04
其他	0.91	1.40	1.28	1.41	1.60	2.26	0.73	0.96
毛利率	49.66		44.18		37.11		48.63	
通行费	49.74		44.04		36.76		48.39	
其他	43.86		54.01		52.37		73.64	

资料来源：粤路建

路产规模

截至 2021 年 9 月末，该公司控股路产收费里程 959.34 公里（含试运行路段），占 2020 年末广东省高速公路通车里程的 9.15%。公司旗下路产主要位于经济发达的珠江三角洲，并连接广州、深圳、珠海、东莞和佛山等地区重要交

通动脉，区位优势明显。

2020 年以来该公司进行股权划转获取罗阳高速，并不再对江中高速实施并表：（1）根据 2020 年年报披露，广东省交通集团《关于广东罗阳高速公路有限公司 51%股权划转的批复》（粤交集投〔2020〕169 号），以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将广东省高速公路有限公司所持广东罗阳高速公路有限公司（简称“罗阳公司”）51%股权无偿划转至公司，股权划转完成后，公司持有罗阳公司股权比例由 49%升至 100%，并纳入合并范围。（2）广东省交通集团《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》（粤交集投〔2020〕167 号），以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将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 3.11 亿元转让给新粤（广州）投资有限公司持有，股权划转完成后，公司持有江中公司股权比例由 60%降至 34%，同时丧失对江中公司的控制权。

2021 年以来，该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加的一条出省通道，项目主线全长 129.70 公里，采用四车道高速公路标准，于 2021 年 6 月 11 日通车试运行。

图表 10. 截至 2021 年 9 月末公司控股路产情况（单位：公里）

路段名称	通车时间	收费里程	收费期间
广深高速	1997 年 7 月 1 日	122.80	1997 年-2027 年
西部沿海高速新会段	2002 年 04 月 28 日	15.66	2002 年-2028 年
西部沿海高速珠海段	2005 年 12 月 28 日	55.26	2005 年-2032 年
西部沿海高速珠海段支线	2008 年 4 月 30 日	12.40	2008 年-2032 年
西部沿海高速珠海段支线延长线	2016 年 1 月 28 日	4.53	2016 年-2032 年
西二环南段	2007 年 12 月 24 日	42.40	2007 年-2032 年
南环段	2010 年 12 月 31 日	50.20	2010 年-2035 年
博罗至深圳高速公路	2013 年 1 月 31 日	63.22	2013 年-2038 年
梅大高速公路	2013 年 12 月 28 日	60.40	2013 年-2038 年
梅大高速公路东延线	2014 年 12 月 31 日	25.05	2014 年-2039 年
江罗高速	一期：2015 年 12 月 31 日 二期：2016 年 12 月 28 日	140.00	2015 年-2040 年
广珠西线高速公路	一期：2004 年 4 月 30 日 二期：2010 年 6 月 25 日 三期：2013 年 1 月 25 日	97.88	一期：2003 年-2033 年 二期：2010 年-2035 年 三期：2013 年-2038 年
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 4 月 3 日	43.64	2019 年-2044 年
虎门二桥	2019 年 4 月 2 日	12.89	2019 年-2044 年
试运行-云茂高速	2021 年 6 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 11. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
利润表收费里程（公里）	631.99	729.40	813.06	829.52
总收费里程（含试运行路段，公里）	631.99	785.93	869.59	959.34
利润表年通行费收入（亿元）	64.30	89.51	69.31	75.09
利润表单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1017.35	1227.17	852.40	--

路产名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
含试运行路段总通行费（亿元）	72.13	108.60	90.99	83.80
含试运行路段单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1141.32	1381.80	1046.36	--
总里程年通行量（万辆）	47255	64443	58789	49602

资料来源：根据粤路建提供资料整理、计算

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司利润表通行费业务收入分别为 64.30 亿元、89.51 亿元、69.31 亿元和 75.09 亿元，2019 年因路产规模扩大，车流量和通行费明显增长，当期控股路产单公里年通行费收入超过 1200 万元/年/公里，处于行业前列，2020 年因政策性减免通行费政策⁴导致业务收入规模同比减少 22.57%，政策性收费减免属于收费公路行业内企业非可控力，对行业经营产生明显短期削弱影响，但公司旗下主要路段在恢复收费后的通行量良好，未来路段效益释放能力依旧可期。从各路段收费质量看，核心路产广深高速对通行费收入贡献最大，占利润表通行费收入近 35%，江中高速、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。

图表 12. 公司主要控股路产和桥梁运营情况（单位：亿元，万元/年/公里，万辆）

路产名称	指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度	2020 年 前三季度
广深高速	通行费收入	33.43	32.25	23.85	22.04	15.62
	单位里程年通行费收入	2722.31	2626.22	1942.18	/	/
	年车流量	20371	21737	24120	17352	12394
江中高速	通行费收入	4.94	4.70	3.48	--	2.17
	单位里程年通行费收入	1232.84	1172.95	868.48	/	/
	年车流量	5755	5823	4188	--	2973
西部沿海高速 新会段	通行费收入	0.45	0.46	0.34	0.33	0.23
	单位里程年通行费收入	287.36	293.74	217.11	/	/
	年车流量	630	658	493	478	329
西部沿海高速 珠海段	通行费收入	4.21	4.85	3.60	3.29	2.32
	单位里程年通行费收入	583.18	671.84	498.69	/	/
	年车流量	4078	4818	3561	3143	2589
西二环南段	通行费收入	7.08	6.40	4.73	4.58	3.09
	单位里程年通行费收入	1669.81	1509.43	1115.56	/	/
	年车流量	5731	6010	3566	3457	2337
南环段	通行费收入	9.31	11.24	8.87	8.92	5.82
	单位里程年通行费收入	1854.58	2239.04	1766.93	/	/
	年车流量	5521	6434	5123	5513	3359
博深高速	通行费收入	5.95	8.28	6.75	6.13	4.07
	单位里程年通行费收入	941.16	1309.71	1067.70	/	/
	年车流量	3360	4088	3404	3317	2306
梅大高速	通行费收入	0.74	0.80	0.71	0.82	0.48
	单位里程年通行费收入	122.52	132.45	118.25	/	/
	年车流量	333	360	327	303	241
梅大高速公路 东延线	通行费收入	0.13	0.13	0.15	0.14	0.095
	单位里程年通行费收入	51.90	51.90	58.09	/	/
	年车流量	84	90	158	123	112
江罗高速	通行费收入	5.89	7.94	6.26	5.91	4.27
	单位里程年通行费收入	420.71	567.14	447.14	/	/
	年车流量	1392	1924	1574	1391	1068
广珠西线高速	通行费收入	14.44	15.15	10.97	10.23	7.14
	单位里程年通行费收入	1475.28	1547.81	1120.76	/	/

⁴ 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度	2020 年 前三季度
公路	年车流量	8666	9624	7660	9831	5153
高恩高速	通行费收入	--	0.31	0.33	0.32	0.22
	单位里程年通行费收入	--	71.04	75.64	/	/
	年车流量	--	126	138	162	91
虎门二桥	通行费收入	--	16.09	19.21	19.21	12.49
	单位里程年通行费收入	--	12482.54	14903.03	/	/
	年车流量	--	2751	3326	3117	2160
罗阳高速	通行费收入	1.02	1.76	1.74	1.46	1.18
	单位里程年通行费收入	123.13	212.05	209.23	/	/
	年车流量	542	1017	1149	1215	813
云茂高速	通行费收入	--	--	--	0.42	--
	单位里程年通行费收入	--	--	--	/	/
	年车流量	--	--	--	200	--

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以及部分路段处于试运行期间（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）

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，2018-2020 年及 2021 年前三季度广深高速通行费收入分别为 33.43 亿元、32.25 亿元、23.85 亿元和 22.04 亿元，占利润表通行费收入分别为 51.99%、36.03%、34.41%和 29.35%，路产单公里年通行费收入近 2500 万元，路产效益非常高，近年来收入有所降幅系 2018 年 3 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，行走或途经广深沿江高速深圳段的货车可享受通行费五折优惠，对广深高速产生一定分流，并引起车型结构变化（短途与小型客车增加，货车车流量减少），加之 2020 年政策性减免通行费收费，2020 年账面收入和单公里收费水平有所下降，但实际路段效益仍处于行业前列。

江中高速由该公司子公司江中公司负责运营，江中高速是粤西地区通往珠三角地区的主要交通枢纽，2018-2020 年实现通行费收入分别为 4.94 亿元、4.70 亿元和 3.48 亿元，路产单公里年通行费收入近 1200 万元，路产效益处于行业前列；公司于 2020 年末将江中公司股权划出，江中高速不再并表核算，利润表影响暂可控。

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，2018-2020 年及 2021 年前三季度西二环南段分别实现通行费收入 7.08 亿元、6.40 亿元、4.73 亿元和 4.58 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 9.31 亿元、11.24 亿元、8.87 亿元和 8.92 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。

2019 年初，根据《关于将广东广珠西线高速公路有限公司纳入建设公司合并报表范围的说明》，该公司新增广珠西线高速，该路段又称珠江三角洲西岸干道，是珠江三角洲地区环线高速公路和广澳高速的组成部分，设计标准为双向六车道。2018-2020 年及 2021 年前三季度该路段分别实现通行费收入 14.44

亿元、15.15 亿元、10.97 亿元和 10.23 亿元，单公里年通行费收入近 1500 万元，路产效益处于行业前列，也为公司通行费现金流入提供了新来源。

博深高速连接惠州市博罗县与深圳市龙岗区，是广东省中部的一条南北通道，2018-2020 年及 2021 年前三季度分别实现通行费收入 5.95 亿元、8.28 亿元、6.75 亿元和 6.13 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，2019 年通行费收入增幅较大系高速引车上路效果释放、沿线物流园与潼湖生态智慧区的建设与发展带动货车通行量增加，以及连接博深高速的新博高速于 2019 年通车进一步引导车流通行等综合因素所致。

江罗高速是广东省东西向的一条重要通道，“四横”建成后将成为珠三角西岸地通往广西的最短路线，对珠三角地区的辐射带动能力起到增强带动的作用，2018-2020 年及 2021 年前三季度分别实现通行费收入 5.89 亿元、7.94 亿元、6.26 亿元和 5.91 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。此外，罗阳高速、高恩高速（试运行）尚处于培育期，路产效益的释放存在一定不确定性；梅大高速、梅大高速公路东延线路段效益不高。

除了控股高速公路路产外，该公司控股桥梁类资产虎门二桥（双向八车道），虎门二桥于 2019 年 4 月通车试运行，2019-2020 年收取通行费收入分别为 16.09 亿元和 19.21 亿元，收入贡献较大，日均车流量近 10 万，虎门二桥的通行进一步缓解虎门大桥超负荷运行的车流量，为广深增添一条快速通道，也将串联广州南沙自贸片区、东莞滨海湾新区和深圳大空港新城等重点发展片区。

收费标准

该公司控股高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家和广东省政府决定，公司基本无自主权。2019 年 12 月根据广东省人民政府《关于调整收费公路车辆通行费计费方式的批复》，自 2020 年 1 月 1 日零时起，广东省省高速公路（含高速公路桥梁、隧道项目，港珠澳大桥主体工程除外）调整计费方式，统一执行新车辆通行费收费标准。

图表 13. 广东省高速公路客车新车型分类及收费系数表

客车类别	车辆类型	核定载人数	说明	收费系数
1 类	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm 且核定载人数不大于 9 人的载客汽车	1
2 类	中型	10-19	车长小于 6000mm 且核定载人数为（10-19）人的载客汽车	1.5
	乘用车列车	-	-	
3 类	大型	20~39	车长不小于 6000mm 且核定载人数不大于 39 人的载客汽车	2
4 类		≥40	车长不小于 6000mm 且核定载人数不小于 40 人的载客汽车	3

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 14. 广东省高速公路货车新车型分类及收费系数

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

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 15. 虎门二桥客车分段计费标准表

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

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

图表 16. 虎门二桥货车分段计费标准表

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

资料来源：广东省人民政府、广东省交通运输厅

项目建设

该公司作为广东省交通集团核心子公司之一，发展战略与股东发展战略保持一致，职能定位为珠江三角洲地区高速公路的投资建设、运营和管理。截至 2021 年 9 月末，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）至南雄高速公路与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⁵路线全长 34.92 公里，设计车道数为双向八车道，项目造价 390.70 亿元，2021 年 10-12 月与 2022 年计划分别投资 5.60 亿元与 10.00 亿元，建设工期计划 2021 年 7 月-2027 年 12 月；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 212.31 亿元，建设工期计划为 2021-2025 年，公司拟于 2021 年 10-12 月与 2022 年分别投资 3.85 亿元和 25.00 亿元；信丰（省界）至南雄高速公路⁶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 45.19 亿元，建设工期计划为 2020-2026 年，截至 2021 年 9 月末已投资 2.85 亿元，并计划于 2021 年 10-12 月与 2022 年分别投资 6.61 亿元和 12.41 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 17. 2021 年 9 月末公司主要在建高速公路项目（单位：公里，亿元）

项目	里程	建设期间	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
							2021 年 10-12 月	2022 年		
狮子洋通道	34.92	2021-2027	390.70	97.68	1.00	0.90	5.60	10.00	2027.12	25 年
清远清新至佛山南海高速	54.02	2021-2025	212.31	53.08	0.50	0.15	3.85	25.00	2025.12	25 年
信丰（省界）至南雄高速	41.21	2020-2026	45.19	11.30	4.00	2.85	6.61	12.41	2026.12	25 年
合计	130.14	--	648.20	162.06	5.50	3.90	16.06	47.41	--	--

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 2021 年 10-12 月与 2022 年分别初步投资 0.50 亿元和 0.68 亿元。

图表 18. 2021 年 9 月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	计划建设期间	累计投资	未来投资计划		拟通车时间
						2021 年 10-12 月	2022 年	
广深高速改扩建	118.20	471.00	35%	2023-2027	0.64	0.50	0.68	2027.7

资料来源：粤路建

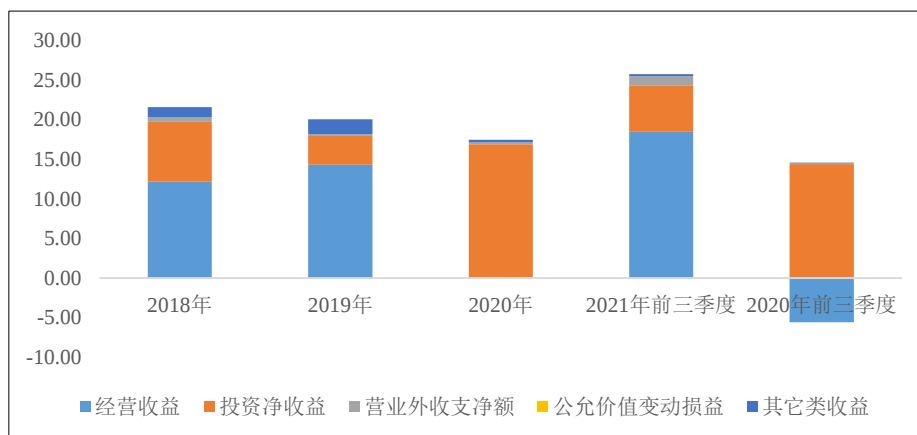
该公司控股股东广东省交通集团是省内高速公路建设和运营的龙头企业，承担了广东省内大部分省际、城际高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。广东省交通集团下属子公司投资项目大多由广东省交通集团安排，各子公司路产之间竞争相对较小，广东省交通集团对公司提供较有力支持：大力协助子公司用票据、银团贷款和发债等方式来解决投资项目的资金流动性。

⁵ 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。

⁶ 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 19. 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。2018-2020 年及 2021 年前三季度，营业收入分别为 65.21 亿元、90.79 亿元、70.91 亿元和 75.82 亿元，其中通行费收入占比超过 97%；综合毛利率分别为 49.66%、44.18%、37.11%和 48.63%，经营收益分别为 12.16 亿元、14.32 亿元、0.04 亿元和 18.50 亿元，主业经营积累能力较强，2020 年因新冠疫情政策性免收通行费等安排，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 年以来主业恢复较大额经营收益，2021 年前三季度经营收益较上年同期增加 24.05 亿元。

图表 20. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
营业收入合计（亿元）	65.21	90.79	70.91	75.82
其中：通行费业务（亿元）	64.30	89.51	69.31	75.09
毛利（亿元）	32.38	40.11	26.32	36.87
其中：通行费业务（亿元）	31.98	39.42	25.48	36.34
毛利率（%）	49.66	44.18	37.11	48.63
其中：通行费业务（%）	49.74	44.04	36.76	48.39
期间费用率（%）	30.53	27.53	36.38	23.97
其中：财务费用率（%）	27.05	24.17	31.89	21.33
全年利息支出总额（亿元）	23.84	27.27	30.96	--
其中：资本化利息数额（亿元）	6.97	5.16	5.75	--
利润表通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.70	3.28	2.24	--
含试运行路段通行费收入利息覆盖倍数（倍）	3.03	3.98	2.94	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理

该公司期间费用主要集中于财务费用，前期债务资金大量投入，高负债经营且刚性债务不断增长，加之项目完工后利息费用化，以财务费用为主的期间费用规模较大，2018-2020 年及 2021 年前三季度期间费用分别为 19.91 亿元、25.00 亿元、25.79 亿元和 18.17 亿元，期间费用率分别为 30.53%、27.53%、36.38%和 23.97%，利息支出对利润产生侵蚀影响，且 2020 年因收入缩减，利息支出侵蚀进一步明显。

由于该公司高速公路建设项目资金投入量大，在部分项目资本金支持的基

基础上，公司通过筹融资借款产生较大规模的利息支出，2018-2020 年利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 23.84 亿元、27.27 亿元和 30.96 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 3.03 倍、3.98 倍和 2.94 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 21. 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
投资净收益	7.57	3.64	16.88	5.84
其中：权益法核算的长期股权投资收益	7.52	3.52	2.22	/
处置长期股权投资产生的投资收益	--	--	8.76	/
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	--	--	4.94	/
营业外收入	0.86	0.44	0.46	1.24
其中：政府补助	0.07	0.23	0.11	/
其他收益	0.00	0.04	0.12	0.25
资产处置收益	1.28	1.84	0.15	-0.01

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（“/”为企业未披露相关数据）。

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司投资收益分别为 7.57 亿元、3.64 亿元、16.88 亿元和 5.84 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，2019 年投资收益下滑系因获取西线公司控制权而成为并表子公司所致，2020 年增幅来自处置长期股权投资产生的投资收益 8.76 亿元⁷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⁸。

2018-2020 年，该公司获得资产处置收益分别为 1.28 亿元、1.84 亿元和 0.15 亿元，2018 年收益系子公司广深珠高速公路有限公司因实施深圳市外环高速公路项目和深圳市沿江高速二期深中通道深圳侧连接线项目房屋征收需要，向深圳市政府转让土地和建筑物获得的用地补偿金，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。此外，2021 年前三季度公司实现营业外收入 1.24 亿元，主要系收到新塘立交改建施工损失补偿费。

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司营业利润分别为 21.01 亿元、19.85 亿元、17.20 亿元和 24.59 亿元，净利润分别为 16.55 亿元、13.78 亿元、13.17 亿元和 21.21 亿元，2018-2020 年净资产收益率分别为 8.14%、6.30%和 5.65%，2020 年因新冠疫情政策性减免通行费导致收入明显下滑，加之成本费用持续支出，当期自身业务经营利润空间受冲击，受益于当期处置子公司产生

⁷ 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，将本公司持有的江中公司 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资咨询有限公司。处置完成后，公司对臻通公司没有直接股权，公司全资子公司广州利路实业投资有限公司（简称“利路实业”）持有臻通公司 20%股权。

⁸ 该部分投资收益为处置臻通公司产生，参见上条脚注。

收益弥补了利润，但该收益非可持续。考虑到政策性减免产生的负面影响已基本出清，公司控股路产质量较高，未来收费公路业务的盈利能力依旧可期。

图表 22. 公司主要盈利指标情况（单位：%）

主要盈利指标	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率	32.23	21.86	24.25
总资产报酬率	4.95	4.81	4.42
净资产收益率	8.14	6.30	5.65

资料来源：根据粤路建所提供数据整理、绘制

（3）运营规划/经营战略

2021 年是“十四五”规划开局之年，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）的立项与开工建设， “十四五”中期将推进广深高速改扩建工作。

图表 23. 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	
	2021 年 10-12 月	2022 年
资本性支出计划	18.70	55.89
其中：狮子洋通道	5.60	10.00
信丰（省界）至南雄高速	6.61	12.41
清远清新至佛山南海高速	3.85	25.00
江中高速改扩建项目（参股）	2.64	8.48
营运资金需求（净额）	--	20.70
融资安排（净额）	18.70	76.59
其中：权益类融资	18.70	26.81
债务类融资	--	49.78

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司控股股东为广东省交通集团，实际控制人为广东省国资委，公司股权清晰，控股股东实力强。公司设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好；同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

（1） 产权关系

截至 2021 年 9 月末，广东省交通集团持有该公司股权比例为 93.96%，广东省人民政府作为广东省交通集团国有资产的出资者，通过广东省国资委对广东省交通集团行使出资人职权并承担相应义务，广东省国资委为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

在关联交易管理方面，该公司在《财务管理办法》中规定关联方之间发生的交易，应按照独立企业之间的交易价格结算，各所属各单位应逐笔列示交易内容、金额、余额及会计处理。

该公司关联方交易主要体现在接受关联方劳务和关联担保等方面。公司关联方购销定价方式主要为协商定价，2020 年公司向关联方销售商品、提供劳务获取的关联收入为 0.18 亿元，公司向关联方购买商品、劳务的关联支出为 13.40 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 2020 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，公司为广东利通置业投资有限公司提供担保余额 0.195 亿元。

资金拆借上，2020 年末，联营企业广东肇阳高速公路有限公司和臻通公司向该公司借款余额分别为 4.225 亿元和 4.8456 亿元，公司和子公司罗阳公司向关联方借款余额分别为 1.44 亿元和 0.99 亿元。

图表 24. 2020 年末公司关联方资金拆借情况（单位：亿元）

拆出方	拆入方	拆借余额	起始日	到期日	说明
广东省公路建设有限公司	广东肇阳高速公路有限公司	2.7250	2018.3.16	2023.12.2	利率 4.275%
广东省公路建设有限公司		1.5000	2019.6.14	2022.9.15	利率 4.75%
广东省公路建设有限公司	广州臻通实业发展有限公司	4.4856	2019.12.4	2023.6.29	利率 8%
广东省公路建设有限公司		0.3600	2020.12.22	2021.12.21	利率 6%
广东江中高速有限公司	广东省公路建设有限公司	1.4400	2018.10.26	2023.10.25	利率 3.915%
广东省高速公路有限公司	广东罗阳高速公路有限公司	0.9900	2020.12.11	2021.12.10	利率 3.15%

资料来源：粤路建

截至 2020 年末，该公司关联方应付应收款见下表，其中其他应收款主要为应收深中通道管理中心和广东虎门大桥有限公司项目前期代垫费用等 7.32 亿元；长期应收款主要为子公司利路实业应收臻通公司股东借款 5.20 亿元；其他非流动资产主要为公司对广东肇阳高速公路有限公司的委托拆出资金 3.475 亿元。

图表 25. 截至 2020 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	0.02	预收款项	0.19
预付款项	0.22	应付账款	6.88
其他应收款	7.97	应付利息	0.003
其他流动资产	0.756	其他应付款	3.28
长期应收款	5.20	短期借款	0.99
其他非流动资产	4.18	一年以内到期的非流动负债	1.44
合计	18.35	合计	12.78

资料来源：粤路建

(3) 公司治理

根据《公司法》等法律法规和公司章程，该公司设有股东会、董事会、监事会、党委和其他经营管理机构，并就股东会、董事会、监事会、党委的权力与义务、人员组成、职责权限与议事规则做出了明确的规定。

根据《广东省公路建设有限公司公司章程（2017 修订版）》，该公司设立董事会，董事会成员 7 名，其中职工代表 1 名，设董事长 1 名；公司监事会由 3 名成员组成，其中职工代表 1 名，监事会设主席 1 名。截至 2021 年 9 月末，公司董事会成员实际到位 5 名，其中职工董事 1 名；监事会成员实际到位 3 名，其中职工监事 1 名。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司建立了相关的高层管理人员的考核奖惩办法，作为对公司高层管理人员考核和奖惩的依据，为高管人员履行职责提供了必要保障。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据自身业务特点及管理需要设置了综合事务部、党群工作部、人力资源部、财务管理部、纪检审计部、投资管理部、基建管理部、经营管理部、养护管理部、法律事务部和安全生产监督管理部等多个职能部门。公司逐步建立健全内控体系，以控制公司经营活动中主要风险。公司组织架构详见附录二。

（2）经营决策机制与风险控制

在财务管理方面，该公司通过建立《财务管理办法》规范公司及其下属分公司、子公司、项目筹建单位以及代建代管单位的财务管理活动，公司实行“统一领导、分级管理、独立核算、自主经营、自负盈亏”的财务管理体制。公司及所属各单位建立了成本费用控制系统，强化成本费用预算约束，推行质量成本控制方法，实行成本定额管理、全员管理和全过程控制。

在人力资源管理方面，该公司制定了《人力资源管理办法》以做好揽才、育才、留才工作，最大限度地开发员工的潜能。公司按照精简高效、分工明确、责权清晰的原则制定公司本部和所属单位组织架构，管理人员编制。公司系统招聘员工遵循合理规划、按需招聘、公平公正、择优录用的原则。公司贯彻执行国家、省、市有关劳动工资、福利津贴、社会保险、劳动保护等方面的法律法规，薪酬福利、社会保险等人工成本项目纳入全面预算管理。

（3）投融资及日常资金管理

在资金管理方面，该公司制订了《资金管理办法》，对资金的使用建立了合法合规、逐级审批、预算控制及严格监控原则，公司及所属各单位取得资金应及时入账，不得账外设账，严禁收款不入账、设立“小金库”。公司及所属各单位应结合年度全面预算，拟定筹资方案，明确筹资用途、规模、结构和方式等，对筹资成本和风险作出充分预测。公司应结合年度投资预算，拟订投资计划，投资计划须经上级单位批准后施行。

在预算管理方面，该公司制订了《全面预算管理暂行办法》，以提升预算管理水平，整合公司资源，优化资源配置，强化内部控制，防范经营风险，实现经营目标。公司订立统一规划、分级管理、实事求是、上下结合以及不轻易

调整原则，在内容上实行经营预算、资本预算、资金预算和财务预算相结合，在预算编制上采用固定预算、弹性预算、零基预算、滚动预算等多种办法相结合的预算管理体系。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2021 年 10 月 14 日《企业信用报告》和 2020 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。

2021 年 10 月 14 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，该公司本部和核心子公司（广深珠高速公路有限公司、广东博大高速公路有限公司、广东高恩高速公路有限公司、广东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 26. 公司不良行为记录列表（近三年一期）

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	2021.10.14	暂无	暂无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.10.14	暂无	不涉及
诉讼	天眼查及国家企业信用信息公示系统	2021.10.14	多笔纠纷，影响可控	
行政处罚			暂无	高恩公司 1 笔 ⁹ 广深珠高速 1 笔 ¹⁰ 云茂公司 1 笔 ¹¹

资料来源：根据粤路建所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

随着高速公路项目建设的推进，该公司债务规模不断扩大，负债经营程度较高，目前高速公路在建拟建项目资金需求仍较大，面临资本支出压力。公司债务期限结构较合理，主业资金回笼情况良好，2020 年因疫情防控免收通行费等措施导致收入和现金流缩减，但该项因素属于短期冲击，随着区域内及周边路网的持续完善及公司下属路产车流量的恢复与提升，通行费收入对即期债务还本付息仍具有相应保障能力；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 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2018 年，该公司吸收合并原全资子公司广东西部沿海高速公路珠海段有

⁹ 开林罚决字[2018]第 21 号：擅自改变林地用途，1、责令限期三个月恢复原状 2、并处罚人民币 6.11 万元。

¹⁰ 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）。

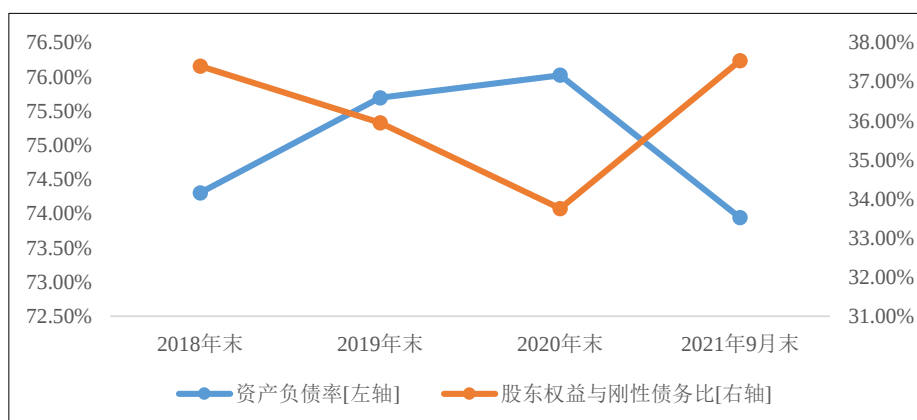
¹¹ 2021-05-07，罗人社监字（2021）第 14-9 号：不按照劳动保障监察要求报送书面材料的行为，经劳动保障行政部门责令改正仍不改正，处罚款 8000 元。

限公司和广东省西部沿海高速公路新会段有限公司，同时新设分公司（广东省公路建设有限公司珠海段分公司）；2019 年，公司因控制权发生变化新增子公司西线公司，当期投资设立臻通公司和利路实业；2020 年，公司处置子公司江中公司和臻通公司，并将罗阳公司纳入合并报表；2021 年以来公司新成立广东湾区交通建设投资有限公司。截至 2021 年 9 月末，公司下属子公司共计 8 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



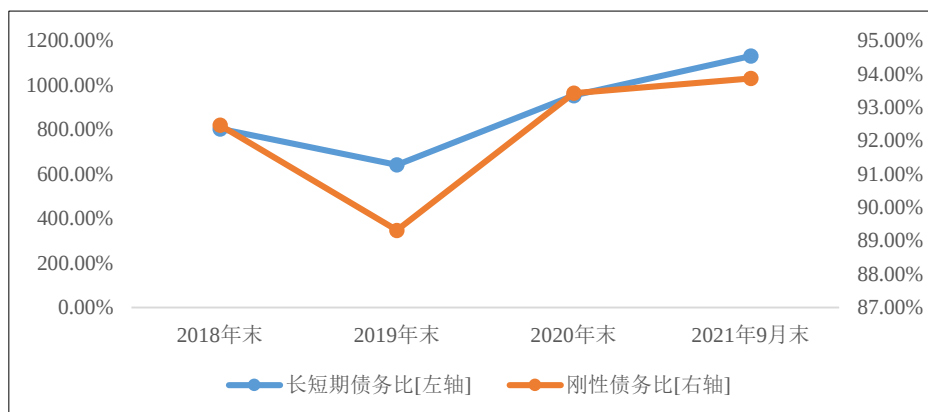
资料来源：根据粤路建所提供数据绘制。

受益于政府支持和经营积累，该公司资本实力不断增强，2018-2020 年末及 2021 年 9 月末所有者权益分别为 205.10 亿元、232.16 亿元、233.88 亿元和 253.32 亿元，其中实收资本和资本公积合计占权益资本比重近 60%，近年来增幅主要来自地方政府拨入项目资本金。良好的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，同期末公司未分配利润分别为 27.32 亿元、23.27 亿元、23.83 亿元和 40.75 亿元，2018-2020 年末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 8.83 亿元、11.40 亿元和 7.35 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。2018-2020 年末及 2021 年 9 月末负债总额分别为 593.07 亿元、723.03 亿元、741.63 亿元和 718.86 亿元，资产负债率分别为 74.30%、75.70%、76.02%和 73.94%，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 28. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
刚性债务（亿元）	548.38	645.76	692.87	674.77
应付账款（亿元）	21.93	57.95	27.10	21.30
其他应付款（亿元）	15.71	15.34	12.85	12.51
刚性债务占比（%）	92.46	89.31	93.42	93.87
应付账款占比（%）	3.70	8.02	3.65	2.96
其他应付款占比（%）	2.65	2.12	1.73	1.74

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，2020 年末该公司长短期债务比为 952.79%，债务以非流动负债为主，符合收费公路行业资本投资回收期长等行业特性。公司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，2020 年末刚性债务总额为 692.87 亿元，较上年末增长 7.30%，占负债总额的比重为 93.42%；应付账款余额为 27.10 亿元，较上年末减少 53.24%，降幅系因股权处置，臻通公司自 2020 年 9 月起不再纳入合并报表范围，故应付土地出让款¹²大幅减少，科目余额主要为项目未结算款和工程进度款；其他应付款（不含应付股利和应付利息）余额 12.85 亿元，主要为应付工程质量保证金（6.50 亿元）、应付工程履约保证金（2.08 亿元）、其他暂收应付款（1.76 亿元）等。截至 2021 年 9 月末，刚性债务较上年末减少 2.61%至 674.77 亿元；应付账款较上年末减少 21.38%至 21.30 亿元，主要系对上年暂估应付工程款进行冲销并按实际发生额入账所致。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
短期刚性债务合计	21.49	21.52	27.17	19.97
其中：短期借款	--	--	2.99	--
一年内到期长期借款	18.27	17.02	19.89	19.97
其他短期刚性债务	3.23	4.50	4.29	--
中长期刚性债务合计	526.88	624.24	665.69	654.79
其中：长期借款	471.43	529.83	574.81	553.77

¹² 臻通公司前期受让广州市增城区二类居住用地 19.98 万平方米，土地出让价款为 41.24 亿元，2019 年末已支付土地价款 8.25 亿元（定金抵作土地价款）剩余土地价款就分两期支付，其中 2020 年 1 月 24 日之前已经支付 12.372 亿元，余款 20.62 亿元在 2020 年 12 月 24 日之前支付。

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
应付债券	55.00	75.00	75.00	85.00
其他中长期刚性债务	0.45	19.41	15.88	16.02
综合融资成本（年化）	4.90%	4.41%	4.38%	3.99%

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，2020 年末短期刚性债务为 27.17 亿元，短期刚性债务现金覆盖率 235.57%，现金类资产对短期债务偿付的保障能力强，即期债务偿付压力相对较小；中长期刚性债务 665.69 亿元，较上年末增长 6.64%，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）。截至 2021 年 9 月末，公司短期刚性债务较上年末减少 26.50%至 19.97 亿元，均为一年内到期的长期借款；同期末中长期刚性债务较上年末减少 1.64%至 654.79 亿元，主要系长期借款较上年末减少 21.04 亿元所致。此外，公司于 2021 年 4 月发行“21 粤路 01”，2021 年 9 月末应付债券较上年末增加 10.00 亿元。

间接融资方面，2020 年末该公司银行借款余额为 597.69 亿元，主要由质押借款构成。长期借款中，质押借款为 536.75 亿元，占长期银行借款的比重为 93.38%，质押借款主要以高速公路项目收费权及其项下收益作为质押取得建设资金借款。借款主体方面，银行借款主要为公司本部及下属子公司借款，其中本部刚性债务为 349.36 亿元。

借款成本方面，2020 年国家出台降低企业融资成本各项政策，包括下调 LPR 基础利率、延期支付本金及利息，直接融资放开净资产 40%限制等措施，该公司对融资成本的控制能力也有所显现，当年公司融资成本下沉至 4.38%，2021 年前三季度进一步下沉至 3.99%。

图表 30. 公司 2021 年 9 月末银行借款方式（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	--	--	38.41	3.78-5.44%
质押借款	--	19.97	515.36	3.85-4.15%
合计	--	19.97	553.77	--

资料来源：粤路建

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
营业收入现金率（%）	101.17	101.49	101.35	100.59
业务现金收支净额（亿元）	46.73	57.77	36.83	61.31
其他因素现金收支净额（亿元）	0.78	1.23	0.21	8.97
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	47.51	59.00	37.04	70.29
EBITDA（亿元）	60.94	78.96	73.95	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.13	0.11	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.56	2.90	2.39	--

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	73.84	72.33	44.12	--
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	8.28	8.97	5.06	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司高速公路收费业务获现能力较强，资金回笼相对稳定，2018-2020 年及 2021 年前三季度营业收入现金率分别为 101.17%、101.49%、101.35% 和 100.59%，经营活动产生现金流量净额分别为 47.51 亿元、59.00 亿元、37.04 亿元和 70.29 亿元，经营现金流量主要来自通行费收入，且年度间呈大额现金流入，2020 年因新冠疫情免收通行费政策导致现金流入量缩减。此外，2021 年前三季度受收回深中通道垫款及收到新塘立交改建施工损失补偿费影响，其他因素现金收支净流入 8.97 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2018-2020 年 EBITDA 分别为 60.94 亿元、78.96 亿元和 73.95 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 32. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	3.65	3.23	12.04	-3.07
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	-62.01	-42.15	-29.80	-15.26
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.79	1.58	0.21	-0.62
投资环节产生的现金流量净额	-57.58	-37.35	-9.79	-18.95

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，2018-2020 年及 2021 年前三季度购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额分别为-62.01 亿元、-42.15 亿元、-29.80 亿元和-15.26 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 3.65 亿元、3.23 亿元、12.04 亿元和-3.07 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 年前三季度受对臻通公司股东贷款（5.12 亿元）及对江中公司委托贷款（5.60 亿元）影响呈净流出。综上投资动态，同期投资活动产生的现金流量净额分别为-57.58 亿元、-37.35 亿元、-9.79 亿元和-18.95 亿元。目前，在建高速公路项目仍存在资金需求，公司仍面临一定资金压力。

（3）筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
权益类净融资额	-17.88	-14.87	-7.16	-1.76

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
债务类净融资额	16.63	2.79	-12.57	-38.89
其中：现金利息支出	23.36	28.20	30.74	20.85
其他与投资活动有关现金净额	-0.04	3.41	3.96	-0.06
筹资环节产生的现金流量净额	-1.29	-8.67	-15.77	-40.72

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。2019-2020 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主要通过银行借款以及发行债券等方式实施项目推进和债务循环。2018-2020 年及 2021 年前三季度，吸收投资收到的现金分别为 4.18 亿元、7.04 亿元、5.39 亿元和 3.71 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-17.88 亿元、-14.87 亿元、-7.16 亿元和-1.76 亿元；公司通过外部借款进行债务循环、利息支付及项目投资支出，同期债务类净融资额分别为 16.63 亿元、2.79 亿元、-12.57 亿元和-38.89 亿元。综上动态，筹资活动产生现金流量净额分别为-1.29 亿元、-8.67 亿元、-15.77 亿元和-40.72 亿元。

4. 资产质量

图表 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	51.16	100.04	76.36	81.22
其中：货币资金（亿元）	6.41	10.47	7.83	8.35
应收账款（亿元）	39.16	52.14	64.01	74.63
预付款项（亿元）	0.85	2.57	2.37	3.90
存货（亿元）	9.92	1.61	1.75	1.63
其他应收款（亿元）	0.02	41.57	0.01	0.02
其他流动资产（亿元）	1.20	1.18	7.45	0.79
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.00	0.77	0.76	0.25
其中：固定资产（亿元）	747.00	855.14	899.16	890.97
在建工程（亿元）	93.59	89.53	92.17	91.65
长期股权投资（亿元）	506.15	585.02	596.96	668.62
无形资产（亿元）	159.25	207.43	230.15	141.79
长期应收款（亿元）	66.87	41.25	39.37	47.39
其他非流动资产（亿元）	0.14	0.22	9.11	8.59
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.90	3.90	5.20	4.73
受限资产账面余额/总资产（%）	6.46	13.12	14.48	16.44
期末全部受限资产账面金额（亿元）	653.39	777.27	815.34	799.70
受限资产账面余额/总资产（%）	81.86	81.37	83.58	82.26

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 9 月末，该公司资产总额分别为 798.16 亿元、955.18 亿元、975.52 亿元和 972.19 亿元，其中非流动资产占资产总额比重近 90%，以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。

截至 2020 年末，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，其中长期股权投资为 39.37 亿元，较上年末减少 4.57%，期末对外投资对象主要是粤高速、臻通公司和江中公司，公司所投

资企业当期宣告发放现金股利或利润合计 3.18 亿元（主要来自广州珠江黄埔大桥建设有限公司和粤高速），期末降幅系投资对象广东省肇阳高速公路有限公司 25%股权划转¹³所致；固定资产为 596.96 亿元，较上年末增长 2.04%，主要为公路及构筑物；期末公司在建工程为 230.15 亿元，较上年末增长 10.95%，增幅系当年主要为云茂项目持续投入。此外其他非流动资产 14.48 亿元，较上年末增长 10.33%，科目余额包括待抵扣待认证增值税进项税（9.67 亿元）、对外委托贷款（3.475 亿元）及云茂预付工程款（1.23 亿元）；期末无形资产较上年末大幅增至 9.11 亿元，主要系公司将 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。截至 2021 年 9 月末，非流动资产较上年末减少 0.91%至 890.97 亿元，其中固定资产较上年末增长 12.00%至 668.62 亿元，在建工程较上年末减少 38.39%至 141.79 亿元，主要系高恩高速与虎门二桥结束试运行转固所致；同期末长期股权投资较上年末增加 8.02 亿元至 47.39 亿元，主要系子公司利路实业对臻通公司部分债务转股（6.00 亿元）及被投资企业盈利增加所致。

截至 2020 年末，该公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，其中货币资金为 64.01 亿元，较上年末增长 22.76%，基本不受限，现金类资产为短期刚性债务偿付提供有效保障；期末其他应收款 7.45 亿元，较上年末增长 529.09%，主要为应收深中通道管理中心垫款 6.30 亿元（已于 2021 年 2 月收回）与应收广东虎门大桥有限公司工程垫款 1.02 亿元。此外，期末存货 0.01 亿元，较上年末大幅减少，主要系因股权处置，臻通公司自 2020 年 9 月起不再纳入合并报表范围，故导致存货-开发成本较上年末大幅减少。截至 2021 年 9 月末，流动资产较上年末增长 6.37%至 81.22 亿元，其中货币资金较上年末增长 16.59%至 74.63 亿元，主要系通行费收入增加所致；同期末应收账款较上年末增长 64.29%至 3.49 亿元，主要系当月提前结账致使应收通行费增加；其他应收款较上年末减少 6.66 亿元，主要系收回深中通道管理中心垫款所致。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
流动比率（%）	77.91	102.65	108.39	139.07
速动比率（%）	62.77	58.34	105.90	136.24
现金比率（%）	59.64	53.50	90.87	127.78
短期刚性债务现金覆盖率（%）	182.21	242.32	235.57	373.70

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

该公司主要负责广东省内部分高速公路的建设及运营，属于资本密集型企业，资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，2021 年 9 月末流动比率和速动比率分别为 139.07%和 136.24%，期末账面资产流动性指标尚可。

¹³ 公司本年度根据广东省交通集团有限公司《关于广东肇阳高速公路有限公司 25%股权划转的批复》（粤交集投〔2020〕168 号），以 2019 年 12 月 31 日为基准日，无偿划转持有的广东省肇阳高速公路有限公司（简称“肇阳公司”）25%股权至广东省高速公路有限公司。股权划转完成后，公司不再持有肇阳公司股权。

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 9 月末现金比率为 127.78%，短期刚性债务现金覆盖率为 373.70%，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 9 月末，该公司受限资产账面价值合计 799.70 亿元，受限比率为 82.26%，资产受限比例较大，并主要是收费权质押，或影响未来融资空间。

图表 36. 2021 年 9 月末所有权和使用权受到限制的资产情况（单位：亿元）

项 目	期末账面价值	受限原因
固定资产	609.23	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%、罗阳高速公路 100%、珠海段高速公路 100%、珠海段支线延长线高速公路 100%、新会段高速公路 100%、博深高速公路 75%、梅大高速公路 100%、梅大东延线高速公路 100%、西线 100%）
在建工程	129.68	收费权质押（其中：虎门二桥高速公路 100%、高恩高速公路 65%、云茂高速公路 60%）
其他	60.79	广深珠高速公路一切财产及收费权质押
合计	799.70	--

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 9 月末，该公司无对外担保，公司本部及下属子公司涉及部分纠纷，但实际影响尚可控。

7. 公司本部财务质量

该公司本部整体起到战略决策和工作部署等功能，具体业务由各子公司进行经营发展；同时所属分公司控股南环段、西二环南段、西部沿海高速新会段与珠海段、江罗高速和虎门二桥等路段。2018-2020 年末及 2021 年 9 月末，本部总资产分别为 527.82 亿元、558.50 亿元、559.56 亿元和 568.57 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（虎门二桥以及其他专项与互通工程）；同期末所有者权益分别为 182.45 亿元、188.15 亿元、196.19 亿元和 218.88 亿元，资产负债率分别为 65.43%、66.31%、64.94%和 61.50%，财务杠杆尚可控制，同期末刚性债务分别为 322.65 亿元、353.30 亿元、349.36 亿元和 330.50 亿元（其中短期刚性债务分别为 12.47 亿元、6.25 亿元、8.75 亿元和 9.75 亿元，现金类资产对短期刚性债务的覆盖倍数分别为 2.33 倍、5.07 倍、5.52 倍和 5.98 倍）。2018-2020 年及 2021 年前三季度，本部营业收入分别为 17.67 亿元、30.21 亿元、23.49 亿元和 35.53 亿元，净利润分别为 18.46 亿元、9.76 亿元、9.90 亿元和 21.19 亿元，同期本部经营性现金净流入分别为 14.62 亿元、25.07 亿元、13.64 亿元和 37.94 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。2016-2020 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 亿元和 5.39 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 9 月末，公司合并口径已获得银行授信额度 971.45 亿元，已使用授信 584.85 亿元，未使用授信余额为 386.60 亿元。同时，公司与金融机构拥有良好的关系，并且可以通过资本市场进行债务融资，具有较强的融资能力。

图表 37. 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）	971.45	584.85	386.60
其中：国家政策性金融机构（亿元）	178.40	143.10	35.30
工农中建交五大商业银行（亿元）	656.47	371.06	285.41
其中：大型国有金融机构占比（%）	85.94	87.91	82.96

资料来源：粤路建（截至 2021 年 9 月末）

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

本期债券期限为 7 年，附第 5 年末该公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权。

2. 增信措施及效果

本期债券无担保、资产抵质押等增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

近年来，该公司核心路产质量较优良，且主要布局于广东省珠江三角洲，

属于区域路网大动脉，高速公路通行费收入年度间稳步增长，经营环节资金持续较大规模净流入，资金回笼稳定。2018-2020 年，公司实现营业收入分别为 65.21 亿元、90.79 亿元和 70.91 亿元，其中通行费收入分别为 64.30 亿元、89.51 亿元和 69.31 亿元，单公里年通行费收入水平处于行业前列。同期经营活动产生现金净流入分别为 47.51 亿元、59.00 亿元和 37.04 亿元，虽 2020 年因疫情防控免收通行费等措施导致收入和现金流缩减，但该项因素属于短期冲击，随着区域内及周边路网的持续完善以及公司下属路产车流量的恢复与提升，公司通行费收入对即期债务还本付息仍具有相应保障能力。

2018-2020 年末，该公司货币资金余额分别为 39.16 亿元、52.14 亿元和 64.01 亿元，受限规模小，账户上较充裕的货币资金可为即期债务的偿付提供保障。

(2) 直接和间接融资渠道较为畅通

该公司通过发行债券和银行借款等方式进行融资，融资渠道较为畅通，银行授信规模较大，可为债务偿付提供一定保障。公司与金融机构拥有良好的关系，借款成本呈现基准下浮水平，并且可以通过资本市场进行债务融资，具有较强的融资能力。

评级结论

该公司是广东省人民政府下属的国有企业，股权清晰，控股股东实力强；公司法人治理结构完善，运营管理及财务具有较强的独立性。

该公司主要从事高速公路投资与运营等业务，路产均为经营性高速公路，主要布局于广东省珠江三角洲，区位优势明显，路产质量优良，为公司提供稳定收入和现金流来源，且年度通行费收入对利息偿付的保障力度较高；但核心路产基本处于饱和状态，未来增长承压，加之广东省包括珠三角区域内高速公路及铁路网络不断完善，或将对部分核心路段产生竞争分流影响；而新通车及在建部分路产为非主干线路段，投运后培育期较长，路产效益释放存在不确定性。

由于高速公路建设累积较大规模债务，该公司资产负债率处于较高水平，目前在建拟建高速公路项目资金需求较大，仍面临较大的资本支出压力。2020 年因疫情防控免收通行费等措施导致收入和现金流缩减，但该项因素属于短期冲击，随着区域内及周边路网的持续完善及公司下属路产车流量的恢复与提升，通行费收入对即期债务还本付息仍具有相应保障能力；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。同时公司作为广东省内高速公路投建及运营的重要主体之一，在广东省高速公路行业中处于重要地位，能获得政府和股东在项目资本金和融资资金筹措等方面的有力支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

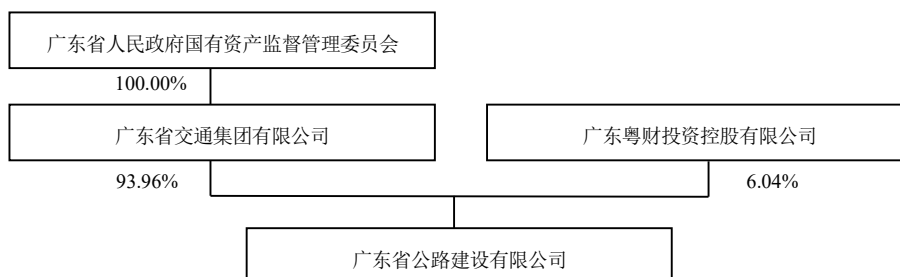
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

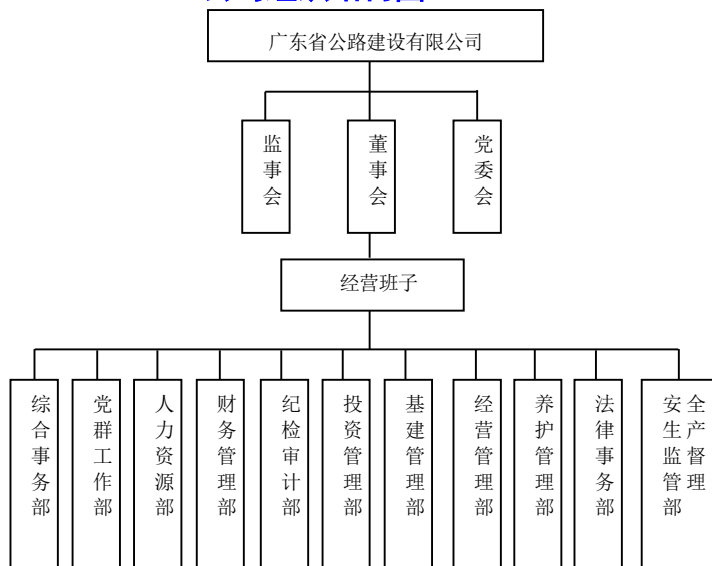
公司与实际控制人关系图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至2021年9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2021年9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	2020 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广东省公路建设有限公司	粤路建	本级	本部	高速公路投资、建设和运营	349.36	196.19	23.49	9.90	13.64	本部
广深珠高速公路有限公司	广深珠高速公司	子公司	55.00		36.36	18.82	23.52	10.31	19.18	
广东博大高速公路有限公司	博大公司	子公司	51.00		141.59	13.86	7.44	-6.34	5.20	
广东高恩高速公路有限公司	高恩公司	子公司	100.00		23.20	12.97	--	--	--	
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司	子公司	75.47		72.40	49.30	--	--	--	
广东广珠西线高速公路有限公司	西线公司	子公司	50.00		50.07	50.44	11.11	1.42	9.06	
广东罗阳高速公路有限公司	罗阳公司	子公司	100.00	投资与资产管理	44.18	9.00	1.88	-2.12	0.59	
广州利路实业投资有限公司	利路实业	子公司	100.00		5.21	-0.01	--	-0.03	-0.003	

注：根据粤路建 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 前三季度
资产总额 [亿元]	798.16	955.18	975.52	972.19
货币资金 [亿元]	39.16	52.14	64.01	74.63
刚性债务[亿元]	548.38	645.76	692.87	674.77
所有者权益 [亿元]	205.10	232.16	233.88	253.32
营业收入[亿元]	65.21	90.79	70.91	75.82
净利润 [亿元]	16.55	13.78	13.17	21.21
EBITDA[亿元]	60.94	78.96	73.95	—
经营性现金净流入量[亿元]	47.51	59.00	37.04	70.29
投资性现金净流入量[亿元]	-57.58	-37.35	-9.79	-18.95
资产负债率[%]	74.30	75.70	76.02	73.94
权益资本与刚性债务比率[%]	37.40	35.95	33.76	37.54
流动比率[%]	77.91	102.65	108.39	139.07
现金比率[%]	59.64	53.50	90.87	127.78
利息保障倍数[倍]	1.61	1.55	1.38	—
担保比率[%]	0.85	0.15	0.08	—
营业周期[天]	4.44	156.67	182.93	—
毛利率[%]	49.66	44.18	37.11	48.63
营业利润率[%]	32.23	21.86	24.25	32.44
总资产报酬率[%]	4.95	4.81	4.42	—
净资产收益率[%]	8.14	6.30	5.65	—
净资产收益率*[%]	7.55	4.58	5.61	—
营业收入现金率[%]	101.17	101.49	101.35	100.59
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	73.84	72.33	44.12	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.75	3.29	3.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.56	2.90	2.39	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.13	0.11	—

注：表中数据依据粤路建经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} + 365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《收费公路行业（运营类）信用评级方法》（发布于 2020 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。