



内部编号: 2023060026

广东省公路建设有限公司
及其发行的公开发行业债券
跟踪评级报告

分析师: 楼雯仪  lwy@shxsj.com
林贇婧  lyj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100071】

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/2023 年 06 月 07 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 06 月 07 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 06 月 07 日
前次跟踪：	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
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

跟踪评级观点

主要优势：

- 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。
- 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。
- 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，可持续获得地方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。
- 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安全性。

主要风险：

- 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。
- 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。
- 粤路建的核心路产通行能力趋于饱和状态，未来增长承压，公司新通车、在建的部分路产为非主干线路段，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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据：			
货币资金（亿元）	48.27	45.49	55.47
刚性债务（亿元）	349.36	351.51	404.87
所有者权益（亿元）	196.19	219.26	228.18
经营性现金净流入量（亿元）	13.64	34.05	49.36
合并口径数据及指标：			
总资产（亿元）	975.52	965.73	1055.52
总负债（亿元）	741.63	722.45	813.12

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
刚性债务 (亿元)	692.87	674.49	758.82
所有者权益 (亿元)	233.88	243.29	242.40
营业收入 (亿元)	70.91	103.35	93.79
净利润 (亿元)	13.17	25.63	18.57
经营性现金净流入量 (亿元)	37.04	84.84	83.71
EBITDA (亿元)	73.95	97.46	80.19
资产负债率[%]	76.02	74.81	77.03
权益资本与刚性债务比率[%]	33.76	36.07	31.94
流动比率[%]	108.39	115.01	145.62
现金比率[%]	90.87	90.87	139.67
利息保障倍数[倍]	1.38	2.02	1.68
净资产收益率[%]	5.65	10.74	7.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.12	122.48	112.61
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.72	7.51	0.56
EBITDA/利息支出[倍]	2.39	3.58	3.09
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.14	0.11
担保人合并口径数据及指标:			
所有者权益[亿元]	1250.96	1307.08	1339.29
权益资本与刚性债务余额比率[%]	42.70	44.74	43.09
担保比率[%]	12.06	11.55	11.38

注: 根据粤路建公司经审计的 2020-2022 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 2020-2022 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (收费公路行业-运营类) FM-GS025 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由: 无			
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由: 公司为控股股东广东省交通集团收费公路板块的重要经营主体, 可获地方政府和股东支持。		
主体信用级别		AAA	

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年/末主要经营及财务数据				
	正式运营收费里程 (公里)	正式运行通行费收入 (亿元)	单公里年通行费收入 (万元/年/公里)	资产负债率 (%)	含试运行通行费收入/全部利息支出 (倍)
中原高速	792.03	36.33	458.70	74.60	2.83
楚天高速	586.36	23.54	401.46	53.21	7.53
粤路建	829.52	92.18	1111.29	77.03	3.65

注: 中原高速全称为河南中原高速公路股份有限公司, 楚天高速全称为湖北楚天智能交通股份有限公司。

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，本评级机构根据广东省公路建设有限公司（简称“粤路建”、“该公司”、“公司”）提供的经审计的 2022 年财务报表及相关经营数据，对粤路建的财务状况、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 2023 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 2010 年以来注册发行债务融资工具概况（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：粤路建

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证

券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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，全行业还本付息持续承压，行业收支持续高位失衡。2023年以来随着公众出行能力和意愿提升，预计行业收费状况将明显改观，支持行业长期发展的供需关系仍将保障行业稳健运行。

A. 行业概况

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，其中高速公路仍为主力；2021年、2022年1-11月及2023年第一季度，公路建设分别完成投资2.60万亿元、2.62万亿元和0.55万亿元，分别同比增长6.0%、9.1%和14.1%。我国已建成世界最大高速公路网络，高速公路通车里程从2001年末1.94万公里增至2022年末17.7万公里。

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。《关于扎实推动“十四五”规划交通运输重大工程项目实施的工作方案》提出：“十四五”期间，以中西部地区为重心，加快国家高速公路待贯通路段建设，优先打通国家高速公路主线和省际衔接路段；以东中部地区为重心，推进京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等建设年代较早、车流量大、交通繁忙拥堵的国家高速公路主线扩容改造。同步推进除主线外的国家高速公路拥挤路段扩容改造，以及对于完善区域高速公路网络、提升国家高速公路通道能力等具有重要作用的地方高速公路新建和改扩建。

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影响，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。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，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 2. 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	27193.01	31620.69	39011.22
收费高速公路财政性资本金累计投入	15363.05	16760.36	20941.19
收费高速公路非财政性资本金累计投入	11829.96	14860.33	18070.04
收费高速公路投资银行贷款	56553.85	63883.71	74830.61
收费高速公路年末债务余额	58044.58	66983.54	79178.52
收费高速公路年末银行贷款余额	48322.41	55656.78	64546.92
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.4064	0.4381	0.4221

资料来源：根据各年收费公路统计公报等整理计算绘制

收费公路行业路产建设阶段的债务融资需求大，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（自 2014 年起我国收费高速公路收入已难以覆盖行业债务本息，付息压力重），行业收支严重失衡，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。2023 年以来随着公众出行能力和意愿提升，预计全年行业收费运行状况将明显改观，支持行业长期发展的供需关系也将继续保障行业稳健运行。

图表 3. 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	2019 年	2020 年	2021 年
收费高速公路通行费收入	5551.03	4566.24	6232.02
收费高速公路支出	10224.94	11743.67	12279.31
还本付息支出	7987.74	9760.61	10109.47
偿还债务本金	5311.80	6845.89	6864.32
偿还债务利息	2675.93	2914.72	3245.15
收费高速公路收支平衡结果	-4673.92	-7177.43	-6047.29
单公里年通行费收入[万元/公里]	388.64	298.62	386.55
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.07	1.57	1.92
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.05	0.67	0.91
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.69	0.47	0.62

资料来源：根据各年收费公路统计公报等整理计算绘制

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

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，《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清偿的，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。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，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策，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，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”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路，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。2017-2022 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、1387.31 亿元和 1252.60 亿元。

收费公路行业政策属性相当明显，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。2019-2021 年，收费高速公路通行费减免额分别为 957.86 亿元、2266.35 亿元和 1123.94 亿元。

C. 竞争格局/态势

收费公路建设经营等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，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。

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。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。

图表 4. 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	总资产	带息负债	资产负债率
招商公路	82.97	35.06	52.52	38.78	1,149.30	365.71	41.12
山东高速	184.86	34.67	37.40	51.13	1,370.46	613.55	61.87
深高速	93.73	32.21	19.53	33.69	692.01	313.00	60.46
四川成渝	99.08	18.12	8.12	20.09	402.57	193.49	53.50
粤高速 A	41.69	61.95	17.95	27.52	202.67	75.43	43.90
赣粤高速	67.58	32.05	7.50	25.75	346.15	82.15	45.94
宁沪高速	132.56	33.30	37.48	55.28	784.58	356.30	51.63
中原高速	74.11	20.48	1.40	19.83	497.10	334.73	74.61
皖通高速	52.06	43.24	14.14	19.38	213.03	66.98	36.61
福建高速	26.72	56.96	10.59	17.62	165.99	19.37	20.62
吉林高速	14.59	45.81	4.27	6.44	60.32	0.13	20.23
现代投资	163.74	11.85	4.57	30.39	579.05	387.08	76.24
楚天高速	29.17	51.31	7.47	17.05	180.40	76.39	53.21
五洲交通	16.87	51.63	5.78	20.12	98.04	32.33	42.56
东莞控股	41.04	23.27	8.29	-9.02	264.69	94.89	44.93
城发环境	63.56	39.48	11.53	16.45	255.07	139.69	70.92
龙江交通	4.35	29.25	1.40	0.43	52.26	0.04	9.70
山西路桥	16.14	53.02	4.38	12.12	127.26	69.52	64.32

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 2022 年（末）

D. 风险关注

（1）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不确定性。

(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，且随着新建路产（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。

(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，且路产培育期长，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，若融资环境趋紧，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外部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）的投运，部分中西部区域的收费公路企业的财务风险或将进一步增大。展望未来，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖能力总体上将持续承压，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。

(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，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。

2020-2022年，广东省地区生产总值分别为11.12万亿元、12.44万亿元和12.91万亿元，增速分别为2.25%、7.95%和1.90%；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。2022年，广东省第一产业增加值5340.36亿元，增长5.2%，对地区生产总值增长的贡献率为11.8%；第二产业增加值52843.51亿元，增长2.5%，对地区生产总值增长的贡献率为52.9%；第三产业增加值70934.71亿元，增长1.2%，对地区生产总值增长的贡献率为35.3%，三次产业结构比重为4.1:40.9:55.0。2023年第一季度实现良好开局，全省地区生产总值3.02万亿元，同比增长4.0%。

图表 5. 广东省国民经济发展状况

年份	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
地区生产总值[亿元]	111151.63	124369.67	129118.58	30178.23

年份	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
GDP 同比增速[%]	2.25	7.95	1.90	4.0
第一产业增加值[亿元]	4732.74	5003.66	5340.36	1039.06
第二产业增加值[亿元]	43868.05	50219.19	52843.51	11141.35
第三产业增加值[亿元]	62550.84	69146.82	70934.71	17997.83
人均地区生产总值[万元]	8.85	9.83	10.19	—
全社会消费品零售总额[亿元]	40207.85	44187.71	44882.92	11800.00
全社会固定资产投资增速[%]	7.20	6.30	-2.60	7.4
进出口总额[亿元]	70862.64	82681.56	83102.90	18400.7

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。2020-2022年，广东省对“一带一路”沿线国家进出口额分别为17558.61亿元、20419.30亿元和22519.70亿元，同比分别增长2.3%、16.3%和10.3%。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2022年末全省高速公路通车总里程达11211公里，较上年末增长1.5%，连续多年位居全国第一，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，2022年广东省公路完成货物周转量28438.54亿吨公里，同比增长0.1%；完成营业性旅客周转量193.83亿人公里，同比减少27.1%，降幅主要系公众出行能力和意愿降低以及私家车、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。

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约15000公里。

2023年，广东省将全力加快公水铁交通项目建设投资。按照固定资产投资增长8%的目标和“三年工程两年干”的要求，全年计划完成公路水路投资2367亿元、省管铁路投资1100亿元，在确保安全和质量的前提下，统筹加快各类交通基础设施建设。其中全速推进高速公路建设投资1240亿元，加快推进在建项目51项1964公里，计划建成珠海鹤州至高栏港高速二期、韶惠高速龙门至惠州段等13项354公里（新增里程250公里），计划新开工广州机场高速改扩建、惠州稔平环岛高速等13项648公里；重点推进深中、狮子洋、黄茅海等跨江跨海通道建设，加快南雄至信丰、龙川至寻乌、阳春至信宜、湛江至南宁等出省通道规划建设；抓好梅州至泉州等高速公路前期工作，加快推进京港澳高速粤境清

远佛冈至广州太和段、广州至东莞段等项目改扩建等。省内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，2020-2022 年主业公路运营收费存在波动，考虑到 2023 年以来经济回暖、公众出行能力和意愿上升等因素，预计全年各路段车流量和通行费将有明显恢复。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。2020-2022 年营业收入分别为 70.91 亿元、103.35 亿元和 93.79 亿元，其中通行费收入分别为 69.31 亿元、101.98 亿元和 92.18 亿元，为收入最主要来源；综合毛利率分别为 37.11%、45.44%和 44.63%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入合计	70.91	103.35	93.79
其中：(1) 通行费业务	69.31	101.98	92.18
在营业收入中占比 (%)	97.74	98.67	98.29
(2) 其他业务	1.60	1.38	1.61
在营业收入中占比 (%)	2.26	1.33	1.71
毛利率 (%)	37.11	45.44	44.63
其中：通行费业务 (%)	36.76	44.94	43.87
其他业务 (%)	52.37	82.50	88.09

资料来源：粤路建

路产规模

2022 年末，该公司控股路产收费里程 959.34 公里（含试运行路段），占 2022 年末广东省高速公路通车里程（11211 公里）的 8.56%。

图表 7. 截至 2022 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
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 8. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2020 年	2021 年	2022 年
利润表收费里程（公里）	813.06	829.52	829.52
总收费里程（含试运行路段，公里）	869.59	959.34	959.34
利润表年通行费收入（税后，亿元）	69.31	101.98	92.18
利润表单公里年通行费收入（万元/年/公里）	852.40	1229.37	1111.29
含试运行路段总通行费（税前，亿元）	90.99	111.73	94.91
含试运行路段单公里年通行费收入（万元/年/公里）	1046.36	1164.65	989.33
总里程年通行量（万辆）	58789	65990	56846

资料来源：根据粤路建提供资料整理、计算

2020-2022 年，该公司利润表内通行费收入分别为 69.31 亿元、101.98 亿元和 92.18 亿元，2021 年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 年通行费业务收入同比减少 9.61%，主要路段较 2019 年有不同程度下滑；考虑到 2023 年以来经济回暖、公众出行能力和意愿上升，预计全年车流量和通行费将有明显恢复。

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，2020-2022 年广深高速通行费收入分别为 23.85 亿元、29.40 亿元和 23.25 亿元，2022 年占年度总通行费收入比重近 25%，路产单公里年通行费收入近 2000 万元，路产效益非常高，处于行业超前列，因外部因素影响，2020-2022 年路段通行费收入均未恢复至 2019 年规模（32.25 亿元）。

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，2020-2022 年西二环南段分别实现通行费收入 4.73 亿元、6.17 亿元和 5.21 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，年度间均未恢复至 2019 年规模（6.40 亿元）。同期南环段分别实现通行费收入 8.87 亿元、11.82 亿元和 10.56 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，2022 年同比减少 10.66%，较 2019 年（11.24 亿元）同比减少 6.05%。

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。2020-2022 年该路段分别实现通行费收入 10.97 亿元、13.65 亿元和 10.75 亿元，单公里年通行费收入超过 1000 万元，路产效益处于行业前列，2020-2022 年路段通行费收入均未恢复至 2019 年规模（15.15 亿元）。

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，2020-2022 年分别实现通行费收入 6.75 亿元、8.05 亿元和 5.92 亿元，路产单公里年通行费收入约 1000 万元，路产效益处于行业前列，2020-2022 年路段通行费收入均未恢复至 2019 年规模（8.28 亿元）。

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，2020-2022 年分别实现通行费收入 6.26 亿元、7.85 亿元和 7.25 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，2020-2022 年路段通行费收入均未恢复至 2019 年规模（7.94 亿元）。

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，于 2021 年 4 月正式运行。2020-2022 年收取通行费收入分别为 19.21 亿元、25.75 亿元和 23.70 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。

图表 9. 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	2022 年
广深高速	通行费收入	32.25	23.85	29.40	23.25
	单位里程年通行费收入	2626.22	1942.18	2393.91	1893
	年车流量	21737	24120	23122	19215
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	--	--
西部沿海高速新会段	通行费收入	0.46	0.34	0.44	0.41
	单位里程年通行费收入	293.74	217.11	278.61	261.81
	年车流量	658	493	642	645
西部沿海高速珠海段	通行费收入	4.85	3.60	4.33	3.42
	单位里程年通行费收入	671.84	498.69	600.47	473.75
	年车流量	4818	3561	4171	3286
西二环南段	通行费收入	6.40	4.73	6.17	5.21
	单位里程年通行费收入	1509.43	1115.56	1456.04	1228.77
	年车流量	6010	3566	4626	4140
南环段	通行费收入	11.24	8.87	11.82	10.56
	单位里程年通行费收入	2239.04	1766.93	2355.13	2103.59
	年车流量	6434	5123	7249	6586
博深高速	通行费收入	8.28	6.75	8.05	5.92
	单位里程年通行费收入	1309.71	1067.70	1272.57	936.41
	年车流量	4088	3404	4423	3932
梅大高速	通行费收入	0.80	0.71	1.10	0.97
	单位里程年通行费收入	132.45	118.25	181.43	160.60
	年车流量	360	327	406	358
梅大高速公路东延线	通行费收入	0.13	0.15	0.18	0.18
	单位里程年通行费收入	51.90	58.09	73.50	71.86
	年车流量	90	158	167	165
江罗高速	通行费收入	7.94	6.26	7.85	7.25
	单位里程年通行费收入	567.14	447.14	560.83	517.86
	年车流量	1924	1574	1800	1573
广珠西线高速公路	通行费收入	15.15	10.97	13.65	10.75
	单位里程年通行费收入	1547.81	1120.76	1394.41	1098.28
	年车流量	9624	7660	13218	10952
高恩高速	通行费收入	0.31	0.33	0.42	0.37
	单位里程年通行费收入	71.04	75.64	97.03	84.78
	年车流量	126	138	185	163
虎门二桥	通行费收入	16.09	19.21	25.75	23.70
	单位里程年通行费收入	12482.54	14903.03	19980.53	18386.35
	年车流量	2751	3326	4156	3943
罗阳高速	通行费收入	1.76	1.74	1.85	1.59
	单位里程年通行费收入	212.05	209.23	222.51	191.13
	年车流量	1017	1149	1484	1264
云茂高速	通行费收入	--	--	0.72	1.33
	单位里程年通行费收入	--	--	55.46	102.45
	年车流量	--	--	342	624

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）。

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 2022 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¹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 2022 年末已投资 29.76 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 2022 年末已投资 35.16 亿元；信丰（省界）至南雄高速公路²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 2022 年末已投资 22.14 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 10. 2022 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
							2023 年	2024 年		
狮子洋通道	34.92	2021-2027	415.80	103.95	9.50	29.76	40.00	80.00	2027.12	25 年
清远清新至佛山南海高速	54.02	2021-2025	212.04	53.01	10.00	35.16	40.00	46.69	2025.12	25 年
信丰（省界）至南雄高速	41.21	2020-2024	47.20	11.80	8.20	22.14	15.10	1.36	2024.12	25 年
合计	130.14	--	675.04	168.76	27.70	87.05	95.10	140.31	--	--

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，目前尚在前期准备阶段，项目计划总投资约 471 亿元，建设周期为 2023-2027 年。

图表 11. 2022 年末公司主要拟建高速公路项目（单位：公里，亿元）

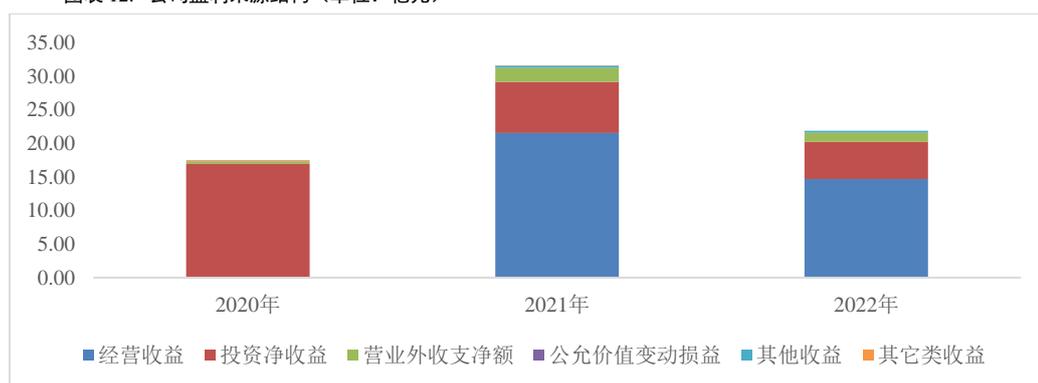
项目	里程	计划总投资	资本金比例	计划工期	累计投资	未来投资计划		拟通车时间
						2023 年	2024 年	
广深高速改扩建	118.20	471.00	35%	2023-2027	1.44	11.00	50.00	2027.7

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。

（2）盈利能力

图表 12. 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。2020-2022 年，营业收入分别为 70.91 亿元、103.35 亿元和 93.79 亿元，其中通行费收入占比超过 97%；综合毛利率分别为 37.11%、45.44%和 44.63%，经营收益分别为 0.04 亿元、21.53 亿元和 14.68 亿元，其中 2020 年因政

¹ 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。

² 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、广东高速、武深高速、韶赣高速在湘、粤、赣境内的对接和分流。

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；2022 年外部因素影响下经营收益同比缩减 6.85 亿元，2023 年以来经济回暖、公众出行能力和意愿上升，未来利润积累能力将有恢复。

图表 13. 公司营业利润结构分析

结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入合计（亿元）	70.91	103.35	93.79
其中：通行费业务（亿元）	69.31	101.98	92.18
毛利（亿元）	26.32	46.96	41.86
其中：通行费业务（亿元）	25.48	45.83	40.44
毛利率（%）	37.11	45.44	44.63
其中：通行费业务（%）	36.76	44.94	43.87
期间费用率（%）	36.38	24.84	28.45
其中：财务费用率（%）	31.89	20.73	23.56
全年利息支出总额（亿元）	30.96	27.24	25.98
其中：资本化利息数额（亿元）	5.75	3.84	4.30
利润表通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.24	3.74	3.55
含试运行路段通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.94	4.10	3.65

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，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，2020-2022 年期间费用分别为 25.79 亿元、25.68 亿元和 26.68 亿元，其中财务费用分别为 22.62 亿元、21.43 亿元和 22.10 亿元，利息支出仍对利润产生侵蚀影响。

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，2020-2022 年利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 30.96 亿元、27.24 亿元和 25.98 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 2.94 倍、4.10 倍和 3.65 倍，通行费收入对利息偿付能够提供有效保障。

图表 14. 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	2020 年	2021 年	2022 年
投资净收益	16.88	7.63	5.52
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2.22	7.00	5.51
营业外收入	0.46	2.15	1.43
其中：政府补助	0.11	0.07	0.16
其他收益	0.12	0.36	0.31
资产处置收益	0.15	0.01	0.00

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

2020-2022 年，该公司投资收益分别为 16.88 亿元³、7.63 亿元和 5.52 亿元，收益主要来自广东虎门大桥有限公司和粤高速 A 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。同期营业外收入分别为 0.46 亿元、2.15 亿元和 1.43 亿元，2021-2022 年主要是新塘立交改建经营损失补偿费。

2020-2022 年，该公司净利润分别为 13.17 亿元、25.63 亿元和 18.57 亿元，净资产收益率分别为 5.65%、10.74%和 7.65%，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。

（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，“十四五”中期将推进广深高速改扩建工作。

图表 15. 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	
	2023 年	2024 年
资本性支出计划	127.10	198.05
其中：狮子洋通道	40.00	80.00

³ 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。

主导产品或服务	未来投资计划	
	2023 年	2024 年
信丰（省界）至南雄高速	15.10	1.36
清远清新至佛山南海高速	40.00	46.69
江中高速改扩建项目（参股）	21.00	20.00
广深高速改扩建	11.00	50.00
营运资金需求（净额）	/	/
融资安排（净额）	127.11	198.05
其中：权益类融资	31.78	49.51
债务类融资	95.33	148.54

资料来源：根据粤路建所提供数据整理（“/”表示未提供）。

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 2022 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，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。2022 年 5 月，何森不再担任公司监事，黄佐才任公司监事。2023 年以来，肖益琼离任、鲁茂好退休，暂无人员补充。截至 2023 年 3 月末，公司董事会成员实际到位 5 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。公司关联方购销定价方式主要为协商定价，2022 年公司向关联方销售商品、提供劳务获取的关联收入为 3.42 亿元，公司向关联方购买商品、劳务的关联支出为 6.04 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 2022 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。

资金拆借主要为该公司向广东省交通集团财务有限公司的借款资金，截至 2022 年末，借款资金余额 59.46 亿元。同时 2022 年公司存放广东省交通集团财务有限公司定期存款利息 0.14 亿元（6 个月），2022 年末活期存款余额 16.66 亿元，当期利息 0.25 亿元。

截至 2022 年末，该公司关联方应付应收款见下表，其中关联方长期应收款 8.70 亿元，主要为应收广东利通发展投资有限公司（简称“利通公司”）债权转让款：2021 年公司将持有广州利路实业投资有限公司（简称“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的债权）。

图表 16. 截至 2022 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	0.01	应付账款	2.76
预付款项	0.65	预收款项	0.03
其他应收款	1.50	合同负债	0.18
长期应收款	8.70	其他应付款	1.67
合计	10.87	合计	4.64

资料来源：粤路建（四舍五入存在尾差）

根据该公司提供的 2023 年 5 月 17 日《企业信用报告》和 2022 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。

财务

随着高速公路项目的投建推进，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，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，可为即期债务偿付提供保障。

1. 数据与调整

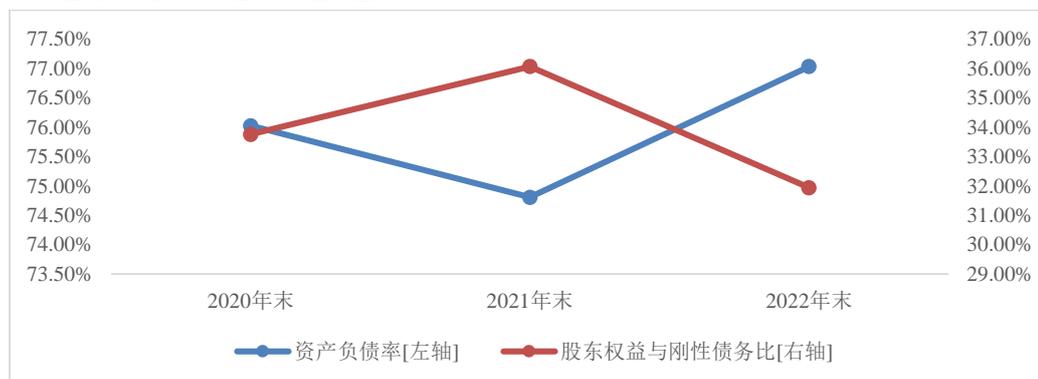
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2022 年该公司合并范围未发生变化。截至 2022 年末，公司下属子公司共计 7 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 17. 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。

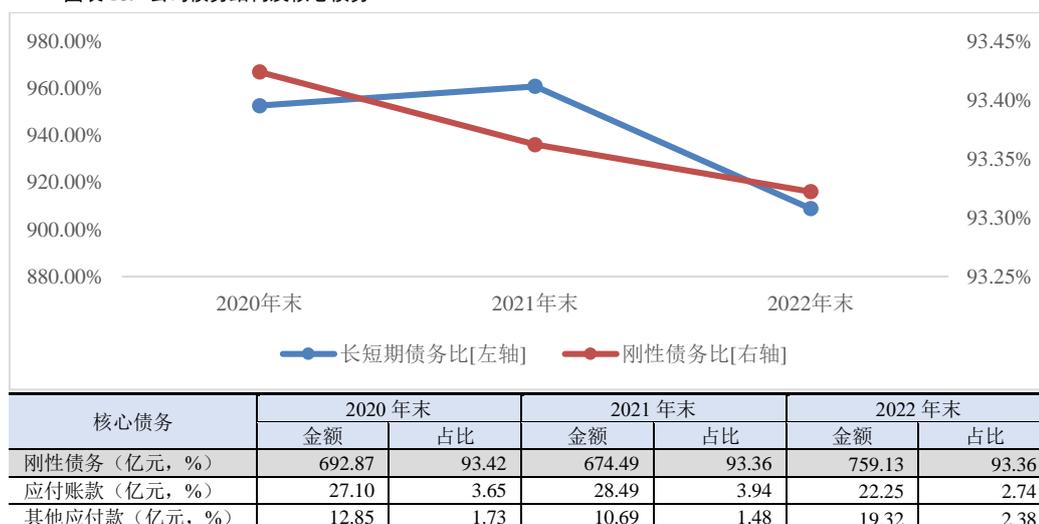
受益于政府资金支持与自身经营积累，该公司资本实力强，2020-2022 年末所有者权益分别为 233.88 亿元、243.29 亿元和 242.40 亿元，其中实收资本均为 108.00 亿元，同期末资本公积分别为 36.66 亿元、36.88 亿元⁴和 36.95 亿元。良好的经营业绩带来权益资本的有效积累，但利润的上缴和分配一定程度上影响资本的留存，2020-2022 年末公司未分配利润分别为 23.83 亿元、32.54 亿元和 25.68 亿元，合并所有者权益变动表披露对股东的利润分配金额分别为 7.35 亿元、9.60 亿元和 18.34 亿元。

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。2020-2022 年末负债总额分别为 741.63 亿元、722.45 亿元和 813.12 亿元，资产负债率分别为 76.02%、74.81%和 77.03%，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。

⁴ 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。

(2) 债务结构

图表 18. 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。

从负债期限结构来看，该公司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，2022 年末刚性债务余额 759.13 亿元，较上年末增长 12.55%，科目余额占负债总额比重为 93.26%；应付账款余额 22.25 亿元，较上年末减少 21.90%，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 19.32 亿元，较上年末增长 80.66%，主要为暂收股东款 8.80 亿元，主要新增项，广东湾区交通建设投资有限公司（简称“湾区公司”）吸收少数股东投资的基金贷款（利率 3.10%，由少数股东支付，后续根据进资通知转为资本金）、应付工程质量保证金 5.40 亿元等。

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期刚性债务合计	27.17	26.13	33.09
其中：短期借款	2.99	4.25	3.88
一年内到期的长期借款	19.89	19.61	26.70
其他短期刚性债务	4.29	2.27	2.50
中长期刚性债务合计	665.69	648.37	725.94
其中：长期借款	574.81	547.48	614.85
应付债券	75.00	85.00	95.00
其他中长期刚性债务	15.88	15.88	16.09
综合融资成本（年化，%）	4.38	4.00	3.34

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，2022 年末短期刚性债务为 33.09 亿元，公司货币资金较充裕，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 725.94 亿元，较上年末增长 11.96%，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，2022 年末该公司银行借款余额 614.85 亿元，主要为质押借款；长期借款中，质押借款余额 503.87 亿元，占长期银行借款的比重为 81.95%，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 96.48 亿元。直接融资方面，2022 年末公司对外发行中长期债券余额借款 95.00 亿元。借款成本方面，公司对融资成本的控制水平持续加强，2022 年融资成本较上年进一步下降至 3.34%。

图表 20. 公司 2022 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	--	26.70	110.98	1.2-4.2%
质押借款	3.88		503.87	2.7-6.2%

分类	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	长期借款利率区间
合计	3.88	26.70	614.85	--

资料来源：粤路建

图表 21. 公司 2022 年末有息债务期限结构（企业口径）

到期年份	1 年以（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	2~3 年（含 3 年）	3 年及以上
合并口径	29.89	65.74	99.73	544.38
母公司口径	6.33	38.08	39.99	301.66

资料来源：粤路建提供数据

3. 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入现金率（%）	101.35	102.86	101.83
业务现金收支净额（亿元）	36.83	78.23	75.06
其他因素现金收支净额（亿元）	0.21	6.61	8.66
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	37.04	84.84	83.71
EBITDA（亿元）	73.95	97.46	80.19
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.14	0.11
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.39	3.58	3.09

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，2020-2022 年经营活动产生现金流量净额分别为 37.04 亿元、84.84 亿元和 83.71 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。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，2022 年净流入 8.66 亿元，主要系收回深中通道代垫资金 3.90 亿元、臻通公司生产经营损失补偿费 1.85 亿元、利息收入 1.56 亿元及各类政府补助 1.77 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，2020-2022 年 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。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
回收投资与投资支付净流入额	12.04	-3.05	7.92
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	-29.80	-30.19	-87.24
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.21	3.39 ⁵	-0.09
投资环节产生的现金流量净额	-9.79	-29.85	-79.41

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

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，2020-2022 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-29.80 亿元、-30.19 亿元和-87.24 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 12.04 亿元、-3.05 亿元⁶和 7.92 亿元，2022 年主要系收回广东江中高速公路有限公司（简称“江中公司”）委托贷款 5.60 亿元、取得投资收益收到现金 4.97 亿元及对江中公司增资 2.98 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。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
权益类净融资额	-7.16	-11.55	-17.50
债务类净融资额	-12.57	-45.45	55.20
其中：现金利息支出	30.74	27.55	26.66
其他与筹资活动有关现金净额	3.96	-0.13	8.68
筹资环节产生的现金流量净额	-15.77	-57.13	46.37

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。

⁵ 在建项目收到的履约保证金及投标保证金。

⁶ 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。

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。2020-2022 年吸收投资收到的现金分别为 5.39 亿元、5.91 亿元和 6.68 亿元，主要为政府资金用于高速公路项目资本金投入以及子公司湾区公司吸收少数股东投资；由于较大规模的股利分配，同期权益类净融资额分别为-7.16 亿元、-11.55 亿元和-17.50 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-12.57 亿元、-45.45 亿元和 55.20 亿元。2020-2022 年筹资活动产生现金流净额分别为-15.77 亿元、-57.13 亿元和 46.37 亿元，2022 年项目投资扩大，外部筹资金增加。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	76.36	78.31	117.35
其中：货币资金（亿元）	7.83	8.11	11.12
其他应收款（亿元）	64.01	61.88	112.56
其他流动资产（亿元）	7.45	6.77	2.94
其他流动资产（亿元）	0.76	5.61	0.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	899.16	887.42	938.17
其中：固定资产（亿元）	92.17	91.89	88.88
在建工程（亿元）	596.96	658.25	626.05
长期股权投资（亿元）	230.15	160.73	233.41
无形资产（亿元）	39.37	39.85	43.56
长期应收款（亿元）	9.11	8.50	8.16
其他非流动资产（亿元）	5.20	9.20	8.70
其他非流动资产（亿元）	14.48	7.25	14.73
期末全部受限资产账面金额（亿元）	815.34	794.91	771.90
受限资产账面余额/总资产（%）	83.58	82.31	73.13

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

截至 2022 年末，该公司资产总额 1055.52 亿元，其中非流动资产占资产总额比重 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 2022 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 43.56 亿元，较上年末增长 9.33%，增幅系当期权益法下确认的投资损益 5.51 亿元及对江中公司追加投资 2.98 亿元，期末对外投资对象主要是“粤高速 A”（投资余额 26.41 亿元，持股比例 22.30%）和江中公司（投资余额 10.13 亿元，持股比例 34.00%）等，期末权益法下确认的投资收益主要来自“粤高速 A”2.87 亿元，公司所投资企业当期宣告发放现金股利或利润合计 4.96 亿元，主要来自广州市北二环交通科技有限公司 0.72 亿元和“粤高速 A”2.66 亿元。

2022 年末该公司末固定资产 626.05 亿元，较上年末减少 4.89%，主要为公路及构筑物，降幅主要系折旧；同期末在建工程 233.41 亿元，较上年末增长 45.22%，增幅系对狮子洋通道工程项目、清远清新至广州花都高速项目、信丰（省界）至南雄高速公路项目等持续投入；其他非流动资产 14.73 亿元，较上年末增长 103.24%，增幅主要系预付狮子洋项目包工程款 11.03 亿元，以及公司支付的 1.34 亿元购买拆旧复垦腾退建设用地规模款（用于萝岗立交地块盘活利用）从其他应收款重分类至该科目；同期末无形资产为 8.16 亿元，较上年末减少 4.00%，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 8.70 亿元，较上年末减少 5.43%，主要为债权转让款（2021 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 2022 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 112.56 亿元，较上年末增长 81.91%，增幅主要是公司获取国家基础设施基金 60.00 亿元（国开行和进出口行约 20 年期，利率 2.9%）作为狮子洋项目包资本金，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 2.94 亿元，较上年末减少 56.62%，主要为收回深中通道管理中心垫

款 3.90 亿元（2022 年 1 月收回），余额主要为广州臻通实业发展有限公司的委托管理费。此外，同期末其他流动资产 0.01 亿元，较上年末减少 5.61 亿元，主要系收回江中公司委托贷款 5.60 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动比率 (%)	108.39	115.01	145.62
速动比率 (%)	105.90	111.65	145.49
现金比率 (%)	90.87	90.87	139.67
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	235.57	236.81	340.20

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，2022 年末账面资产流动性尚可。现金类资产方面，公司货币资金储量较大，且受限规模小，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 2022 年末，该公司受限资产账面价值合计 771.90 亿元，受限比率为 73.13%，资产受限比例较大，并主要是收费权质押。

图表 27. 2022 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	564.68	90.20%	收费权质押（博深项目 100%收费权、梅大项目 100%收费权、梅大东延线 100%收费权、珠海段 100%收费权、新会段 100%收费权、珠海段支线延长线 100%收费权、珠海段高速公路 100%收费权、广珠西线 100%收费权、虎门二桥 100%收费权、江罗高速公路 75%收费权、高恩高速公路 65%收费权、罗阳高速公路 100%收费权、西二环高速公路 100%收费权、南二环高速公路 100%收费权）
无形资产	6.35	77.83%	
在建工程	146.38	62.72%	收费权质押（云茂高速公路 60%）
其他	54.49	--	广深珠高速公路一切财产及收费权质押
合计	771.90	73.13%	--

资料来源：根据粤路建所提供数据整理。

6. 表外事项

截至 2022 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. 母公司/集团本部财务质量

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。2022 年末，本部总资产为 647.70 亿元，资产主要分布于长期股权投资（投资对象基本布局收费公路行业）和固定资产（路产）；同期末所有者权益为 228.18 亿元，资产负债率为 64.77%，财务杠杆可控，同期末刚性债务为 404.87 亿元（其中短期刚性债务为 9.26 亿元，现金类资产对短期刚性债务的覆盖倍数为 5.99 倍）。2020-2022 年，本部营业收入分别为 23.49 亿元、49.66 亿元和 50.72 亿元，净利润分别为 9.90 亿元、28.98 亿元和 27.26 亿元，同期本部经营性现金净流入分别为 13.64 亿元、34.05 亿元和 49.36 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

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。2016-2022 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、1.51 亿元和 0 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

该公司与多家金融机构建立良好合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2022 年末，公司合并口径已获得人民币授信合计 1658.78 亿元，已使用人民币授信 713.33 亿元（借款余额 616.56 亿元），未使用人民币授信余额为 945.45 亿元（其中政策性银行和工农中建邮五大商业银行合计占比 88.64%）。此外，公司获得中国银行港币授信额度 249.61 亿港元，已使用港币授信 249.36 亿港元（借款余额 22.98 亿元，已换算汇率）。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。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 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。

2. 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 2022 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组成部分。“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 2022 年末，广东省交通集团运营的高速公路总里程达 7973 公里，占广东省高速公路通车总里程约 71%，区域垄断地位明显。

广东省交通集团控股高速公路资产规模大，包括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。2022 年广东省交通集团实现营业收入 497.87 亿元，同比减少 7.32%，其中通行费收入 362.27 亿元，同比减少 8.92%，但较 2019 年持平。除了主业经营积累外，投资收益对利润形成重要补充，整体盈利能力较强；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 28. 广东省交通集团经营收益结构分析

经营收益结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入合计（亿元）	406.13	537.22	497.87
其中：车辆通行费业务（亿元）	280.89	397.76	362.27

经营收益结构	2020年	2021年	2022年
材料销售业务（亿元）	50.79	54.88	55.22
客货运输业务（亿元）	24.06	25.66	21.16
服务区经营业务（亿元）	30.04	36.72	37.43
工程施工业务（亿元）	10.95	14.09	12.36
毛利率（%）	30.20	34.42	33.79
其中：车辆通行费业务（%）	39.08	42.46	43.07
材料销售业务（%）	7.47	6.41	5.26
客货运输业务（%）	-13.08	-6.11	-11.68
服务区经营业务（%）	18.29	12.45	8.19
工程施工业务（%）	31.73	34.65	32.62
期间费用率（%）	32.52	23.82	24.81
其中：财务费用率（%）	24.65	17.47	17.99
全年利息支出总额（亿元）	124.86	117.98	111.27
其中：资本化利息数额（亿元）	21.67	21.97	21.66
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	2.25	3.37	3.26

资料来源：根据广东省交通集团数据整理、计算。

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资建设任务，其在路产建设面临较大的资本支出压力，截至 2022 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 3116.50 亿元，期末账面投资余额 408.65 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，2022 年末负债总额为 3354.82 亿元，较上年末增长 5.30%，其中刚性债务为 3108.00 亿元，与上年末增长 6.39%，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，2022 年末广东省交通集团所有者权益为 1339.29 亿元（其中实收资本和资本公积合计 777.87 亿元），较上年末增长 2.46%，资产负债率为 71.47%，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，2022 年末广东省交通集团合并口径货币资金为 301.01 亿元（受限规模 15.88 亿元），现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 111.55%和 313.05%，2022 年经营活动现金流量净额 290.50 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”债务本息到期偿付的安全性。

跟踪评级结论

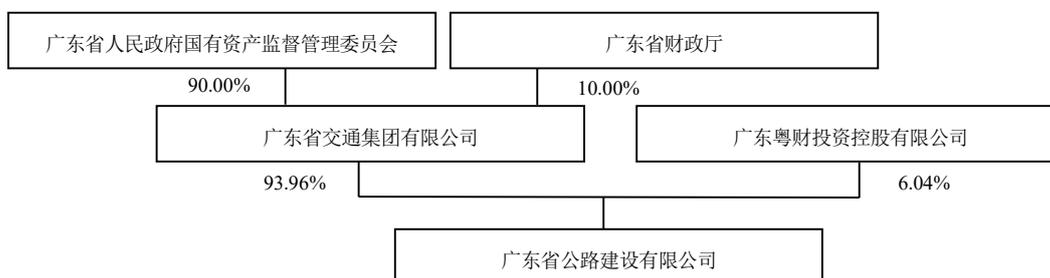
跟踪期内，该公司控股股东仍为广东省交通集团，实际控制人为广东省人民政府，公司股权清晰，控股股东实力强，产权状况及治理结构未发生重大变化。

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，2020-2022 年主业公路运营收费存在波动，考虑到 2023 年以来经济回暖、公众出行能力和意愿上升等因素，预计全年各路段车流量和通行费将有明显恢复。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。

随着高速公路项目的投建推进，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，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，可为即期债务偿付提供保障。

附录一：

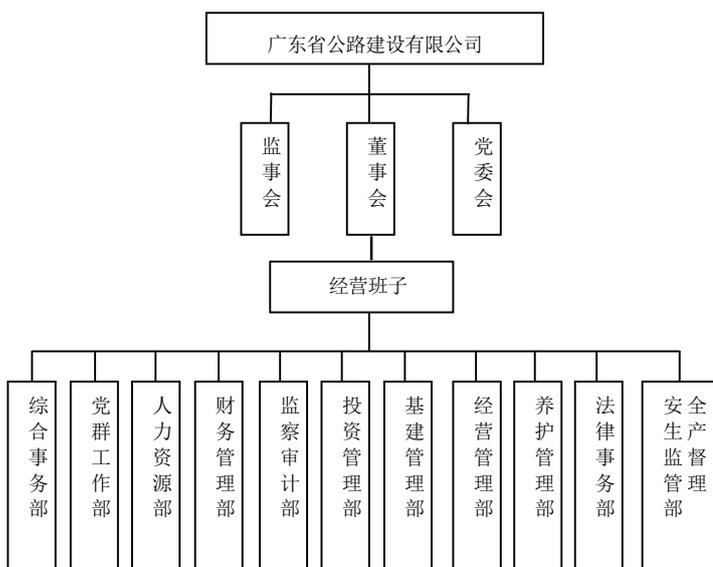
公司与实际控制人关系图



注：根据粤路建提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 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	2022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	--		404.87	228.18	50.72	27.26	49.36	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	高速公路投资、 建设和运营	29.76	10.67	22.89	7.75	17.34	
广东博大高速公路有限公司	博大公司	子公司	100.00		126.02	0.12	6.95	-6.25	4.12	
广东云茂高速公路有限公司	云茂公司	子公司	75.47		81.76	61.58	1.22	-0.25	5.36	
广东广珠西线高速公路有限公司	西线公司	子公司	50.00		41.17	51.28	10.99	2.25	7.18	
广东罗阳高速公路有限公司	罗阳公司	子公司	100.00		38.10	3.57	1.57	-3.06	0.60	

注：根据粤路建 2022 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]	2020年	2021年	2022年
资产总额[亿元]	975.52	965.73	1,055.52
货币资金[亿元]	64.01	61.88	112.56
刚性债务[亿元]	692.87	674.49	758.82
所有者权益[亿元]	233.88	243.29	242.40
营业收入[亿元]	70.91	103.35	93.79
净利润[亿元]	13.17	25.63	18.57
EBITDA[亿元]	73.95	97.46	80.19
经营性现金净流入量[亿元]	37.04	84.84	83.71
投资性现金净流入量[亿元]	-9.79	-29.85	-79.41
资产负债率[%]	76.02	74.81	77.03
权益资本与刚性债务比率[%]	33.76	36.07	31.94
流动比率[%]	108.39	115.01	145.62
现金比率[%]	90.87	90.87	139.67
利息保障倍数[倍]	1.38	2.02	1.68
担保比率[%]	0.08	—	—
营业周期[天]	182.93	8.01	7.61
毛利率[%]	37.11	45.44	44.63
营业利润率[%]	24.25	28.57	21.86
总资产报酬率[%]	4.42	5.67	4.31
净资产收益率[%]	5.65	10.74	7.65
净资产收益率*[%]	5.61	10.66	6.88
营业收入现金率[%]	101.35	102.86	101.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.12	122.48	112.61
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.72	7.51	0.56
EBITDA/利息支出[倍]	2.39	3.58	3.09
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.14	0.11

注：表中数据依据粤路建经审计的2020-2022年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年
资产总额[亿元]	4,462.88	4,493.05	4,694.11
货币资金[亿元]	205.19	195.06	301.01
刚性债务[亿元]	2,929.54	2,921.43	3,108.00
所有者权益[亿元]	1,250.96	1,307.08	1,339.29
营业收入[亿元]	406.13	537.22	497.87
净利润[亿元]	16.59	50.86	38.53
EBITDA[亿元]	274.48	351.69	309.23
经营性现金净流入量[亿元]	149.47	321.00	290.50
投资性现金净流入量[亿元]	-300.74	-207.65	-250.24
资产负债率[%]	71.97	70.91	71.47
长短期债务比[%]	759.88	784.73	895.49
权益资本与刚性债务比率[%]	42.70	44.74	43.09
流动比率[%]	105.37	109.62	136.12
速动比率[%]	96.22	100.42	127.14
现金比率[%]	78.29	85.04	111.55
短期刚性债务现金覆盖率[%]	230.52	245.20	313.05
利息保障倍数[倍]	1.11	1.46	1.37
有形净值债务率[%]	360.23	330.24	332.64
担保比率[%]	12.06	11.55	11.38
毛利率[%]	30.20	34.42	33.79
营业利润率[%]	8.49	13.73	12.29
总资产报酬率[%]	3.17	3.85	3.32
净资产收益率[%]	1.33	3.98	2.91
净资产收益率*[%]	0.65	3.12	2.52
营业收入现金率[%]	100.09	102.94	104.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.85	87.51	83.34
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	5.31	10.97	9.64
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-40.34	30.90	11.55
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.38	3.87	1.34
EBITDA/利息支出[倍]	2.20	2.98	2.78
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.10

注：表中数据依据广东省交通集团经审计的2020-2022年财务数据整理、计算。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、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。

发行人历史评级

附录七：

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	2022年06月10日	AAA/稳定	张佳、林贻婧	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	2023年06月07日	AAA/稳定	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级方法与模型 (收费公路行业-运营类) FM-GS025 (2022.12)	-
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	2022年06月10日	AAA	张佳、林贻婧	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	2023年06月07日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级方法与模型 (收费公路行业-运营类) FM-GS025 (2022.12)	-
21 粤路01	历史首次评级	2021年04月09日	AAA	张佳、林贻婧	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
	前次评级	2022年06月10日	AAA	张佳、林贻婧	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	2023年06月07日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论 (2022) 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、林贻婧	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
	前次评级	2022年06月10日	AAA	张佳、林贻婧	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	2023年06月07日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论 (2022) 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1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。