



广东省路桥建设发展有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1147 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	广东省路桥建设发展有限公司	AAA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	广东省交通集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“18 粤桥 02”、“21 粤桥 01”、“22 粤桥 01”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，其中“18 粤桥 02”债项级别充分考虑了广东省交通集团有限公司（以下简称“交通集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为，广东省政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力全国领先，潜在的支持能力很强；广东省路桥建设发展有限公司（以下简称“公司”或“广东路桥”）在推进广东省高速公路建设及运营过程中发挥着重要作用，业务开展与省政府具有高度的关联性，广东省政府对公司的支持意愿强；公司路产区域地位重要，竞争力较强，运营效率高；公司控股股东交通集团作为担保方，具备极强的运营实力及财务实力。同时，需关注公司盈利能力有所下滑、资产划转频繁等事项对经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

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

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **外部环境良好。**广东省是我国第一经济大省，稳步增长的区域经济及交通运输需求为公司展业创造了良好的外部环境。
- **路产质量高。**公司路产分布较广，多属国高网组成部分，区域地位重要，且短期内收费权到期压力不大，路产竞争力较强；2022年公司路产单公里通行费收入约487.22万元，路产运营效率高。
- **担保方实力极强。**公司控股股东交通集团为“18粤桥02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。交通集团承担着广东省综合运输规划中绝大部分高速公路的投资建设及经营管理任务，具备极强的运营实力及财务实力。

关注

- **盈利能力有所下滑。**跟踪期内，公司资产规模变动不大，但受通行费下滑及计提较大规模坏账影响，盈利能力有所下滑。
- **资产划转频繁。**近年来公司下属路产划转较为频繁，需持续关注公司可能的资产划转情况及其对公司经营稳定性的影响。

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 秋 qzhong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

广东路桥（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,120.71	1,125.42	1,124.47	1,154.30
所有者权益合计（亿元）	310.40	312.65	326.46	326.60
负债合计（亿元）	810.31	812.78	798.01	827.70
总债务（亿元）	779.92	784.45	764.79	792.64
营业总收入（亿元）	57.77	79.20	71.41	20.01
净利润（亿元）	3.76	5.00	0.83	-0.86
EBIT（亿元）	30.05	28.93	22.07	--
EBITDA（亿元）	53.24	57.16	47.32	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	44.99	58.93	67.12	16.33
营业毛利率（%）	43.71	45.57	44.50	37.78
总资产收益率（%）	2.68	2.58	1.96	--
EBIT 利润率（%）	52.02	36.53	30.91	--
资产负债率（%）	72.30	72.22	70.97	71.71
总资本化比率（%）	71.53	71.50	70.08	70.82
总债务/EBITDA（X）	14.65	13.72	16.16	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.61	1.86	1.67	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.04	0.03	--

注：1、中诚信国际根据广东路桥提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，将长期应付款、其他非流动负债中带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

担保主体概况数据

交通集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	4,458.73	4,501.09	4,694.11	4,833.31
所有者权益合计（亿元）	1,250.73	1,314.20	1,339.29	1,352.84
负债合计（亿元）	3,208.00	3,186.90	3,354.82	3,480.47
总债务（亿元）	2,931.24	2,921.53	3,108.87	3,155.85
营业总收入（亿元）	409.27	550.89	500.26	133.48
净利润（亿元）	16.59	57.55	38.53	10.08
EBIT（亿元）	136.85	176.88	150.49	--
EBITDA（亿元）	273.23	356.14	307.22	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	149.47	331.21	290.50	68.53
营业毛利率（%）	30.20	35.23	33.79	32.79
总资产收益率（%）	3.07	3.95	3.27	--
EBIT 利润率（%）	33.70	32.24	30.23	--
资产负债率（%）	71.95	70.80	71.47	72.01
总资本化比率（%）	70.09	68.97	69.89	69.99
总债务/EBITDA（X）	10.73	8.20	10.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.65	3.71	3.43	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.08	0.06	--

注：1、数据来源为经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的交通集团 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算交通集团债务，将其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	广东路桥	四川高速	福建高速	江苏交通
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	广东省	四川省	福建省	江苏省
GDP（亿元）	129,118.58	56,749.81	53,109.85	122,875.60

一般公共预算收入（亿元）	13,279.73	4,882.20	3,339.06	9,258.88
收费里程（公里）	1,455.69	3,722.68*	5,006.48*	4,381.00*
通行费收入（亿元）	70.92	136.48	145.74	316.59
总资产（亿元）	1,124.47	3,607.01	3,643.02	7,794.09
所有者权益（亿元）	326.46	1,154.84	1,101.01	2,996.84
总资本化比率（%）	70.08	67.03	68.72	61.37
总资产收益率（%）	1.96	3.51	2.99	2.56
总债务/EBITDA(X)	16.16	13.97	19.11	14.79
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.67	1.61	1.29	2.58
FFO/总债务（X）	0.03	0.03	0.01	0.04

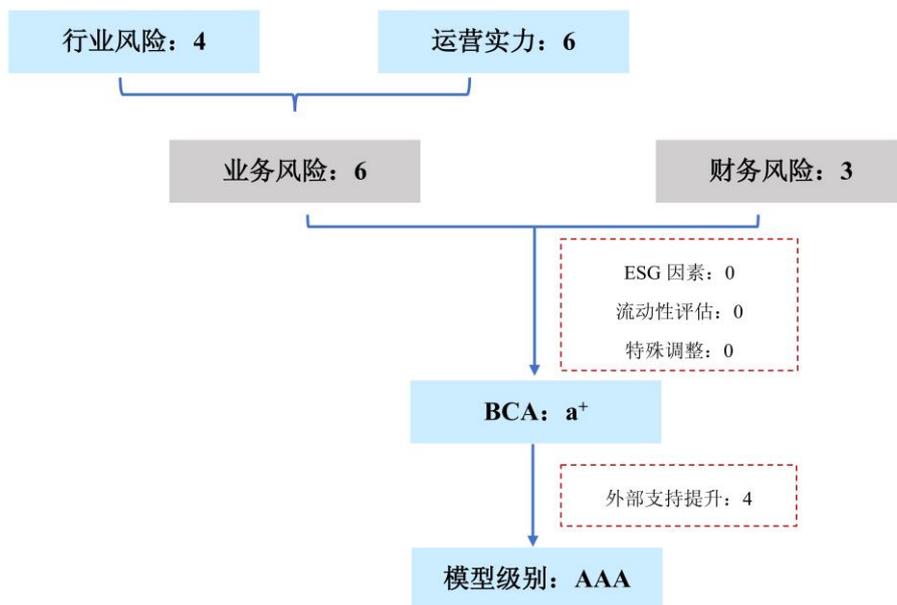
注：1、四川高速系“四川高速公路建设开发集团有限公司”的简称；福建高速系“福建省高速公路集团有限公司”的简称；江苏交通“江苏交通控股有限公司”的简称；2、收费里程：广东路桥为 2022 年末数据，四川高速为 2022 年 3 月末数据，福建高速、江苏交通为 2021 年末数据。资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
18 粤桥 02	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2018/11/20~2033/11/20	--
21 粤桥 01	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2021/04/20~2029/04/20	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
22 粤桥 01	AAA	AAA	2022/10/26	15.00	15.00	2022/11/08~2032/11/08	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

评级模型

广东省路桥建设发展有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际省级收费公路投资行业评级方法与模型 C220101_2022_04

■ 业务风险:

中诚信国际认为，公司业务风险很低。首先，广东省稳步增长的区域经济及交通运输需求为公司展业创造了良好的外部环境；其次，公司路产多属国高网组成部分，区域地位重要，且短期内收费权到期压力不大，路产运营效率高。跟踪期内，部分新通车高速对公司现有路产造成了一定分流，当期通行费收入略有下滑；近年来公司下属路产划转较为频繁，需持续关注公司可能的资产划转情况及其对公司经营稳定性的影响。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司财务风险较高。首先，高速公路建设行业具有高负债的特性，因此公司债务规模及财务杠杆水平保持高位，相关偿债指标表现偏弱；其次，2022 年公司盈利能力有所下滑，总资产收益率仍有较大提升空间；但公司债务结构合理且融资渠道保持通畅，整体财务风险可控。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对广东路桥个体基础信用等级无影响，广东路桥具有 a⁺ 的个体基础信用评估等级，反映了其很低的业务风险和较高的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，广东省政府的支持能力很强，广东省政府对公司的支持意愿强，主要体现在广东省的区域地位以及稳步增长的经济财政实力；公司根据省政府意图承担省内部分高速公路的投资、建设及运营工作，股权结构和业务开展均与省政府具有高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“18 粤桥 02”募集资金 15.00 亿元，用于汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段项目和潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目工程建设。“21 粤桥 01”募集资金 15.00 亿元，用于偿还公司有息债务。“22 粤桥 01”募集资金 15.00 亿元，其中 14.00 亿元用于偿还公司有息负债，1.00 亿元用于补充流动资金。根据公司提供的相关说明，截至 2022 年末，前述债券募集资金均已使用完毕，募集资金使用与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

高速公路行业政策方面，近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，但公路运输仍是短距离运输的主要方式，在我国交通运输体系中占据主导地位。近年来收费公路通车里程

稳步提升，新增通车里程主要以高速公路为主，收费公路结构持续优化，未来西部地区将成为收费公路路网的建设重心。受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部区域偿债压力相对较大。在扩大投资、增加内需、促进增长等因素影响下，2021 年公路货运表现出较强的韧性，需求总量整体有所回升，客运需求量延续下降趋势。2022 年前三季度收费公路企业盈利能力恢复情况较好，省级交投企业债务规模持续上升，但 EBITDA 对债务利息覆盖能力尚可；收费公路运营类企业持有路产相对优质，盈利和偿债能力较强。短期来看，行业内企业恢复情况呈现一定差异，总体盈利能力恢复情况较好；随着经济企稳，出行意愿及需求有望得到释放。中长期来看，未来随着《收费公路管理条例》（修订稿）等政策的正式落地，将为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障。

详见《中国收费公路行业展望(2022 年 12 月)》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9630?type=1>

区域环境

广东省是我国第一经济大省，土地总面积 17.98 万平方千米，下辖 21 个地级市，截至 2022 年末，全省常住人口 12,656.80 万人。2022 年广东省实现地区生产总值 129,118.58 亿元，同比增长 1.9%，稍高于江苏省（122,875.60 亿元），遥遥领先于其他省份；同年，广东省人均 GDP 为 101,905 元，增长 1.7%，居全国第七位。

表 1：2022 年全国各省经济财政情况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
广东省	129,118.58	1	10.19	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.45	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.10	5	6.21	22	4,261.60	9
四川省	56,749.80	6	6.78	20	4,882.20	8
湖北省	53,734.92	7	9.22	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	5,382.30	7
湖南省	48,670.37	9	7.35	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.00	11
上海市	44,652.80	11	17.94	2	7,608.20	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,084.00	10
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.29	12	3,311.60	13
江西省	32,074.70	15	7.10	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.00	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.37	14	3,453.89	12
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.65	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.20	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25

吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.68	21	832.40	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	6.99	17	460.14	29
青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为广东省财政实力形成有力支撑，近年来广东省税收收入占比及财政自给率维持较高水平，但 2022 年受经济下行、落实国家组合式税费支持政策等因素影响，一般公共预算收入下降 5.8% 至 13,279.73 亿元；同年，政府性基金收入虽是广东省地方政府财力的重要补充，但受房地产市场调整影响，同比下降 38.8% 至 5,196.19 亿元。再融资环境方面，广东省政府债务率处全国中下游水平，同时区域内企业融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 2：近年来广东省经济财政情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
GDP	110,760.94	124,369.67	129,118.58
GDP 增速	2.30	8.00	1.90
人均 GDP（元）	94,000.00	98,285.00	101,905.00
固定资产投资增速	7.20	6.30	-2.60
一般公共预算收入	12,923.85	14,105.04	13,279.73
税收收入	9,881.21	10,784.32	9,285.22
一般公共预算支出	17,430.79	18,247.01	18,509.93
政府性基金收入	8,649.77	8,491.91	5,196.19
税收收入占比	76.46	76.46	69.92
公共财政平衡率	74.14	77.30	71.74

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：广东省政府官网，中诚信国际整理

货物运输方面，2022 年广东省完成货运量 36.42 亿吨，同比下降 8.6%，其中管道完成货运量增长 6.8%。同年，广东省完成货物周转量 2.84 万亿吨公里，增长 0.2%；其中铁路、水路完成货物周转量分别增长 1.7%、1.3%。客运量方面，2022 年广东省完成客运量 4.75 亿人，同比下降 23.5%；完成旅客周转量 1,621.35 亿人公里，下降 31.1%。通车里程方面，截至 2022 年末，广东省公路通车里程 22.3 万公里，其中高速公路里程 11,211 公里，比上年末增长 1.5%。铁路运营里程 5,829 公里，其中 200km/h 以上标准高快速铁路运营里程 2,788 公里，高铁客运量占全部铁路客运量比重 86.6%。

根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》，“十四五”期间，广东省将加快形成以粤港澳大湾区为核心，汕头、湛江、韶关为极点，轴带支撑、多向联通的综合交通布局。到 2025 年，总体建成贯通全省、畅通国内、连接全球的现代综合交通运输体系，基本实现“12312”出行交通圈和“123”快物流圈。

运营实力

中诚信国际认为，公司业务风险很低。首先，广东省稳步增长的区域经济及交通运输需求为公司展业创造了良好的外部环境；其次，公司路产多属国高网组成部分，区域地位重要，且短期内收费权到期压力不大，路产运营效率高。跟踪期内，部分新通车高速对公司现有路产造成了一定分流，当期通行费收入略有下滑；近

年来公司下属路产划转较为频繁，需持续关注公司可能的资产划转情况及其对公司经营稳定性的影响。

表 3：近年来公司各业务收入、收入占比、毛利率情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022			2023.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	57.22	99.05	43.21	78.76	99.44	45.30	70.92	99.32	44.14	19.86	99.26	37.33
其他	0.55	0.95	96.45	0.45	0.56	93.53	0.49	0.68	97.25	0.15	0.74	98.90
合计	57.77	100.00	43.71	79.20	100.00	45.57	71.41	100.00	44.50	20.01	100.00	37.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速公路建设运营板块

公司路产分布较广，多属国高网组成部分，区域地位重要，且短期内收费权到期压力不大，但 2022 年因其他高速分流等因素影响，当期通行费收入略有下滑；公司在建和拟建路产投资规模大，主要依靠外部融资筹措建设资金，或面临较大的资本支出压力。

公司是广东省重要的高速公路建设与运营主体之一，跟踪期内继续负责省内部分高速公路的投资、建设及运营工作。

路产区域地位方面，2022 年以来公司未有新通车路产，截至 2023 年 3 月末，公司全资及控股路产通车里程仍为 1,455.69 公里，约占广东省高速公路通车总里程的 12.98%¹。虽然公司拥有的路产规模区域占比偏低，但多数路产属国高网组成部分，区域地位重要。

路产竞争力方面，公司路产分布较广，收费年限多为 25 年，最近到期路产为广韶（2026 年）和广云（2027 年），收费权到期压力不大。但 2021 年以来部分新通车高速对公司现有路产造成了一定分流，如广韶受 2021 年 6 月韶新通车、2021 年 12 月广连通车、2022 年 7 月 G106 国道佛冈至汤塘段解除交通管制分流影响，二广受 2021 年 12 月广连通车、二广连州连接线通车分流影响等，总体来看，公司路产仍保持着较强的竞争力。

表 4：截至 2023 年 3 月末，公司全资及控股路产情况（公里、亿元）

序号	高速公路名称	通车里程	高速公路性质	持股比例	收费权期限	通车时间	总投资	资本金比例
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	199.33	国高网	100%	2001-2026	2001.01.20	107.58	35%
2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	81.58	国高网（西环三期为省高网）	100%	2003-2034	2006.12.30	22.66	35%
3	汕梅高速（路达）	64.20	国高网（程江至畚江段为省高网）	100%	2001-2030	2002.12.28	18.73	40%（清潭至畚江段 35%）
4	汕梅高速（粤嘉）	29.55	国高网	100%	2001-2030	2002.02.08	11.86	35%
5	汕揭高速云路至新亨段	21.40	国高网	100%	2006-2031	2006.12.30		35%
6	汕揭高速庵埠至云路段	15.40	国高网	100%	2010-2035	2010.12.31	45.48	35%
7	汕揭高速月浦至庵埠段	12.50	国高网	100%	2012-2037	2012.01.12		35%
8	汕揭高速泰山至月浦、外砂段	6.40	国高网	100%	2014-2039	2014.12.31		35%
9	广梧高速公路马安至河口段（广	37.42	国高网	70%	2004-2027	2004.12.24	13.53	35%

¹ 公开资料显示，2022 年广东省公路建设再破纪录，高速公路通车总里程已达 11,211 公里，连续 9 年居全国第一。

云)

10	广梧高速公路河口至平台段(云梧)	98.70	国高网	100%	2010-2035	2010.06.30	86.50	35%
11	云罗高速公路双凤至双东段(云梧)	31.90	国高网	100%	2012-2037	2012.12.29	60.32	25%
12	云罗高速公路双东-替滨段	33.00	国高网	100%	2013-2038	2012.12.29		25%
13	二广高速怀集至三水段(广贺)	116.87	国高网	100%	2010-2035	2010.12.10	91.85	35%
14	二广高速连州至怀集段	186.85	国高网	100%	2014-2039	2014.12.31	162.07	35%
15	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	167.26	国高网	100%	2015-2040	2015.12.30	200.95	25%
16	兴汕高速兴宁至五华段	83.98	国高网	90%	2017-2042	2017.09.28	74.99	35%
17	汕(头)湛(江)高速公路惠州至清远段(惠清)	125.75	省高网	91.45%	2020-2045	2020.10.18	207.92	40%
18	兴(宁)汕(尾)高速公路五华至陆河段(华陆)	48.20	省高网	46.47%	2020-2045	2020.11.18	51.47	40%
19	潮汕环线高速公路(含潮汕联络线)项目(潮汕环线)	78.94	省高网	80.85%	2020-2045	2020.12.28	152.21	40%
20	梅大高速公路梅州东环支线项目(梅大)	16.46	省高网	63.13%	2020-2045	2020.11.18	19.97	40%
合计		1,455.69	--	--	--	--	1,328.09	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

路产运营方面, 2022 年公司通行费收入略有下滑, 一方面是 2021 年底广连通车, 分流了公司广韶、二广高速车流量, 另一方面是公司在第四季度执行货车减免 10%通行费政策², 影响收入约 1.17 亿元。从收入来源看, 2022 年公司前三大收入贡献路产仍为二广、广韶和汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段, 三者收入占当期通行费总收入的 64.58%。2022 年公司路产单公里通行费收入约 487.22 万元, 路产运营效率高。

表 5: 近年来公司全资及控股路产运营情况(标准车辆万次/日、亿元)

序号	高速公路名称	2020		2021		2022		2023.1~3	
		日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入
1	京珠高速粤境甘塘至太和段(广韶/京珠南)	3.39	14.71	4.40	18.56	4.50	17.12	4.41	4.13
2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	1.36	1.80	1.73	2.23	1.47	1.88	1.53	0.48
3	汕梅高速	2.55	3.84	3.34	4.90	3.08	4.26	3.33	1.14
4	汕揭高速	2.80	2.88	3.65	3.64	2.97	3.06	3.29	0.83
5	广梧高速公路马安至河口段(广云)	3.76	2.27	4.53	2.65	3.89	2.34	4.70	0.7
6	广梧高速公路河口至平台段(云梧)								
7	云罗高速公路双凤至双东段(云梧)	2.05	5.74	2.54	6.91	2.26	6.34	2.90	2.01
8	云罗高速公路双东-替滨段								
9	二广高速怀集至三水段(广贺)	4.17	10.35	5.74	13.85	4.69	11.64	5.47	3.35
10	二广高速连州至怀集段	1.47	4.73	2.23	6.97	1.81	5.81	2.32	1.84
11	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	2.53	8.90	3.47	11.85	3.29	11.23	3.96	3.34
12	兴汕高速兴宁至五华段	1.51	1.45	2.54	2.36	2.29	2.19	2.77	0.65
13	汕(头)湛(江)高速公路惠州至清远段(惠清)	-	-	-	-	0.98	2.49	1.16	0.72
14	兴(宁)汕(尾)高速公路五华至陆河段(华陆)	-	-	-	-	0.68	0.49	0.69	0.12

² 2022 年 9 月 21 日, 国务院常务会议确定强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困的政策, 以支撑经济平稳运行, 会议决定 2022 年第四季度将收费公路货车通行费减免 10%。

15	潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目（潮汕环线）	-	-	-	-	1.64	2.01	1.78	0.54
16	梅大高速公路梅州东环支线项目（梅大）	-	-	-	-	0.24	0.06	0.3	0.02
合计		25.59	57.22	34.17	73.92	33.79	70.92	38.61	19.87

注：1、2020 年通行费收入包含广东广佛肇高速公路有限公司 1~4 月通行费 0.55 亿元；2、2020 年日均通行量剔除了国家免收通行费期间（2020 年 2 月 17 日~5 月 5 日共计 79 天）的影响；3、2022 年公司进行会计政策变更，对营业总收入期初数进行调整，此表中 2021 年通行费收入与 2021 年审计报告期末数一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产收费方面，跟踪期内，公司仍执行《收费公路车辆通行费车型分类》行业标准（JT/T489-2019），客车按座位数分为 4 类收费，货车按车（轴）型收费，二者执行相同的收费费率。收费结算方面，各收费站收缴通行费后，统一上缴至省高速公路联网拆分中心，由其按路段所属情况，将归属于公司的通行费拆分至公司专户。

路产养护方面，2022 年公司对广贺、云梧、广韶等日均通行量较大路产持续加大养护投入，同时完成了 2022~2026 年度土建养护专项工程捆绑招标工作，故全年养护支出小幅增长。

表 6：近年来公司路产养护及维修支出情况（万元）

序号	高速公路名称	2020	2021	2022	2023.1~3
1	京珠高速粤境甘塘至太和段（广韶/京珠南）	8,858.00	11,156.00	11,879.66	1,097.38
2	天汕国家重点公路粤境蕉岭广福至梅县城东段及梅州西环	1,881.00	1,994.00	2,048.92	-
3	汕梅高速	2,270.00	3,538.00	2,597.12	9.64
4	汕揭高速	1,500.00	1,462.00	1,890.83	-
5	广梧高速公路马安至河口段（广云）	2,596.00	1,223.00	1,026.13	64.25
6	广梧高速公路河口至平台段（云梧）	8,689.00	5,207.00	6,445.81	451.59
7	云罗高速公路双凤至双东段（云梧）	-	-	-	-
8	二广高速怀集至三水段（广贺）	6,866.00	5,112.00	6,686.28	3.19
9	二广高速连州至怀集段	4,166.00	4,873.00	4,823.19	1.95
10	汕湛高速揭西大溪至博罗石坝段	3,776.00	5,026.00	5,007.21	1,986.56
11	兴汕高速兴宁至五华段	1,086.00	1,676.00	1,282.10	-
12	汕（头）湛（江）高速公路惠州至清远段（惠清）	82.00	1,185.00	1,209.18	423.43
13	兴（宁）汕（尾）高速公路五华至陆河段（华陆）	-	414.00	354.87	-
14	潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）项目（潮汕环线）	-	678.00	1,572.86	77.52
15	梅大高速公路梅州东环支线项目（梅大）	-	117.00	266.03	-
合计	--	41,770.00	43,661.00	47,090.19	4,115.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产建设方面，跟踪期内，公司持续推进京灶大桥和连贺支线的建设工作，同时新增汕梅扩项目，截至 2023 年 3 月末，公司在建路产尚需投资超百亿元。同期末，公司拟对广韶、广云、广肇三条路产开展改扩建工作，其中，广韶扩于 2022 年底获得省发改委批复同意，广云扩和广肇扩仍处前期立项审批阶段。前述四个改扩建项目预计总投资约 458 亿元，公司主要依靠外部融资筹措建设资金，或面临较大的资本支出压力，中诚信国际将持续关注项目审批及投资进展。

表 7：截至 2023 年 3 月末，公司主要在建路产情况（公里、亿元）

路产名称	建设模式	建设时间	预计通行里程	预计总投资	截至 2023.3 已投资	2023.4~12 预计投资额
潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）京灶大桥	56%资本金、44%银行贷款	2021-2025	3.11	21.03	9.81	3.24

二广高速连山-贺州支线	8%资本金、32%财政补助、60%银行贷款	2020-2023	6.49	11.14	7.83	3.01
汕梅扩	25%资本金、75%银行贷款	2022-2026	87.56	142.53	13.94	16.06
合计	--	--	97.16	174.70	31.58	22.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 3 月末，公司主要拟建路产情况（公里、亿元）

路产名称	建设模式	建设周期	预计通行里程	预计总投资	截至 2023.3 已投资	2023.4-12 预计投资额
广韶扩	25%资本金、75%银行贷款	2023-2027	72.30	157.23	-	19.50
广云扩	35%资本金、65%银行贷款	2023-2027	37.33	57.41	-	4.00
广肇扩	35%资本金、65%银行贷款	2023-2027	51.13	100.94	-	8.00
合计	--	--	160.76	315.58	-	31.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产划转方面，2023 年 6 月 8 日，公司发布《关于子公司股权无偿划转签署协议的公告》（以下简称“《公告》”）称：根据交通集团印发的《关于无偿划转广东宁华高速公路有限公司 90%股权的批复》（粤交集投[2022]88 号），交通集团同意公司将所持宁华公司 90%股权无偿划转至广东交通实业投资有限公司。

宁华公司持有兴汕高速兴宁至五华段路产，该路产通车里程 83.98 公里，占 2022 年末公司路产通车里程的 5.77%；2022 年该路产实现通行费收入 2.19 亿元，占 2022 年度公司通行费收入的 3.09%。2022 年宁华公司经营呈亏损状态，净利润为-2.54 亿元。截至《公告》出具日，本次股权无偿划转协议已完成签订，未办理工商变更登记。中诚信国际认为，此事项对公司路产通车里程、通行费收入等影响较小，近年来公司下属路产划转较为频繁，需持续关注公司可能的资产划转情况及其对公司经营稳定性的影响。

表 9：截至 2022 年末，宁华公司财务情况（亿元）

项目	金额
总资产	62.56
总负债	45.4
净资产	17.16
货币资金	0.64
营业收入	2.25
净利润	-2.54
经营活动现金流量净额	1.3
投资活动现金流量净额	-1.04
筹资活动现金流量净额	-1.82

资料来源：《公告》，中诚信国际整理

表 10：近年来公司股权划转情况

划转标的	对手方	划入/划出	划转基准日	进展
广东宁华高速公路有限公司 90%股权	广东交通实业投资有限公司	划出	2021.12.31	尚未完成
广东广佛肇高速公路有限公司 35%股权	广东交通实业投资有限公司	划出	2019.12.31	已完成
广东博大高速公路有限公司 49%股权	广东交通实业投资有限公司	划出	2017.12.31	已完成
广东广乐高速公路有限公司 19%股权	广东省高速公路有限公司	划出	2017.12.31	已完成
广东二广高速公路有限公司 25%股权	广东省高速公路有限公司	划入	2017.12.31	已完成

注：对手方均为交通集团子公司。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司财务风险较高。首先，高速公路建设行业具有高负债的特性，因此公司债务规模及财务杠杆水平保持高位，相关偿债指标表现偏弱；其次，2022 年公司盈利能力有所下滑，总资产收益率仍有较大提升空间；但公司债务结构合理且融资渠道保持通畅，整体财务风险可控。

盈利能力

跟踪期内，受通行费下滑及计提较大规模坏账影响，公司盈利能力有所下滑，总资产收益率仍有较大提升空间。

近年来通行费收入是公司重要的营收来源，2022 年因其他高速分流、执行减免通行费政策等因素影响，当期收入出现下滑，又因公司路产均为经营性公路，业务成本主要是路产折旧及养护支出等，故综合毛利率较为稳定，保持在 44% 左右。2022 年底，惠清、华陆、潮汕环线、梅大四条路产结束试运营，自 2023 年起计提折旧，故一季度公司毛利率大幅降至 37%。公司期间费用主要是财务及管理费用，跟踪期内期间费用率保持稳定，但因子公司撤销收费站后应收补助可收回性极低，公司计提了较大规模的坏账损失，叠加通行费下滑后当期利润总额减少较多，进而拉低 EBIT 规模。总体来看，公司资产体量虽大，但盈利能力有所下滑，2022 年末总资产收益率仅 1.96%，仍有较大提升空间。

表 11：近年来公司盈利能力情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率	43.71	45.57	44.50	37.78
财务费用	24.21	20.32	18.24	6.80
期间费用合计	27.86	24.51	22.14	7.75
期间费用率	48.22	30.94	31.01	38.71
经营性业务利润	-2.87	11.40	9.53	-0.18
信用减值损失	-	-0.02	3.78	-
利润总额	5.87	8.36	3.52	-0.76
EBIT	30.05	28.93	22.07	6.10
总资产收益率	2.68	2.58	1.96	--

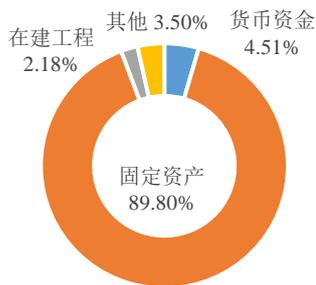
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本实力与结构

跟踪期内，公司资产规模变动不大，资本实力随路产建设资本金的拨付稳步提升，财务杠杆水平仍保持高位。

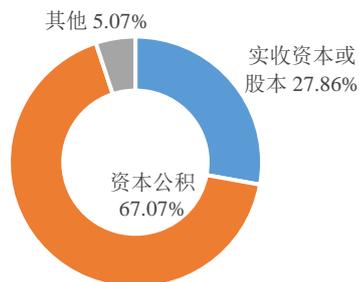
跟踪期内，公司资产规模变动不大，资产构成与高速公路建设与运营的主业相匹配，主要由固定资产、在建工程等非流动资产构成，其占总资产的比重保持在 92% 以上。其中，固定资产主要是二广、云梧等通车路产；在建工程主要是汕梅扩、京灶大桥、连贺支线等在建路产；2022 年底，惠清、华陆、潮汕环线、梅大四条路产结束试运营，由在建工程转入固定资产。此外，公司账面资金储备亦较充裕，截至 2022 年末为 50.74 亿元，无受限情况。

图 1：截至 2022 年末，公司资产情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末，公司权益情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由长期借款、应付债券等有息债务构成，2022 年公司发行公司债券用于置换前期高利率贷款，同时使用自有资金提前归还部分贷款，总债务降至期末的 764.79 亿元；2023 年一季度，市场资金面较为宽松，公司加大长期借款提款规模，债务规模随之攀升。公司经调整的所有者权益³主要由实收资本和资本公积构成，前者保持不变，各期末均为 90.96 亿元，后者主要是政府拨付的路产建设资本金。2022 年受益于交通集团拨付汕梅扩资本金 15.00 亿元以及地方政府拨付潮汕环线资本金 0.25 亿元，公司资本公积大幅增长。预计未来政府将持续向公司拨付资金，公司资本实力将保持强劲。高速公路建设行业具有高负债的特性，近年来公司财务杠杆水平保持高位，总资本化比率在 70% 以上。预计随着前述改扩建项目的逐步推进，未来公司仍将主要依赖外部融资来满足资金缺口，财务杠杆率仍将处于较高水平。

表 12：近年来公司资产质量情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总计	1,120.71	1,125.42	1,124.47	1,154.30
经调整的所有者权益	310.40	312.65	326.46	326.60
负债合计	810.31	812.78	798.01	827.70
总债务	779.92	784.45	764.79	792.64
资产负债率	72.30	72.22	70.97	71.71
总资本化比率	71.53	71.50	70.08	70.82

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流分析

收费高速公路为公司经营活动现金流入提供了较为稳定的保障，各期收现比始终大于 1。

收费高速公路具有稳定的现金流入，获现能力较强，近年来公司经营活动现金持续呈大额流入状态，收现比始终大于 1。2022 年路产建设持续投入使得公司投资活动现金流出规模进一步加大，根据公司发展规划，预计未来两年内投资活动现金流仍将保持这一态势。公司主要依赖银团借款、发行债券等渠道弥补路产建设的资金缺口，2021~2022 年公司均保持着较大的偿债力度，2023 年一季度，公司加大融资规模，筹资活动净现金流由负转正。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	44.99	58.93	67.12	16.33
投资活动产生的现金流量净额	-66.35	-14.80	-31.26	-8.95
筹资活动产生的现金流量净额	35.93	-27.82	-35.89	21.81

³ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项。

收现比	1.02	1.04	1.03	1.01
-----	------	------	------	------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司 EBITDA 明显下滑，其对债务本金的覆盖能力虽有所减弱，但仍可足额覆盖利息支出；公司 FFO 对债务本金的覆盖倍数保持稳定。

如前所述，2022 年末公司有息债务降至历年低位，主要包括银行借款、债券发行等，其中银行贷款占比最高，多为质押借款；存续债券期限多在 7 年以上，票面利率处 3.05%~5.18% 之间。总体来看，公司债务仍以长期为主，符合高速公路建设行业特性，债务期限结构较为合理。

表 14：截至 2023 年 3 月末，公司主要有息债务到期分布情况（万元）

项目	金额	一年以内到期金额	一年及以后到期金额
一年内到期的非流动负债	79,987.14	79,987.14	-
长期借款	6,229,128.68	-	6,229,128.68
应付债券	1,203,000.00	-	1,203,000.00
租赁负债	2,339.50	-	2,339.50
粤澳基金	367,905.00	-	367,905.00
合计	7,882,360.32	79,987.14	7,802,373.17

注：此表中一年内到期的非流动负债不含利息，故合计数小于表 12 总债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从偿债指标看，2022 年公司 EBITDA 降幅明显，其对债务本金的覆盖能力虽有所减弱，但仍可足额覆盖利息支出；公司 FFO 对债务本金的覆盖倍数保持稳定。

表 15：近年来公司偿债能力情况（亿元、X、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总债务	779.92	784.45	764.79	792.64
短期债务占比	3.62	2.28	1.25	1.56
FFO	9.84	28.40	24.96	--
FFO/总债务	0.01	0.04	0.03	--
EBITDA	53.24	57.16	47.32	--
总债务/EBITDA	14.65	13.72	16.16	--
EBITDA 利息保障倍数	1.61	1.86	1.67	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2023 年 3 月末为 944.04 亿元，占同期末总资产的 81.78%，主要系收费权质押所致。

表 16：截至 2023 年 3 月末，公司受限资产情况（万元）

受限资产	受限资产账面价值	受限原因
固定资产	9,293,150.50	收费权质押
无形资产	61,509.76	收费权质押
在建工程	85,762.89	收费权质押
合计	9,440,423.16	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额 31.04 亿元，占同期末净资产的 9.50%，

被担保单位为广东广佛肇高速公路有限公司。

表 17: 截至 2023 年 3 月末, 公司对外担保情况 (亿元)

被担保单位	企业性质	担保性质	到期时间	担保余额
广东广佛肇高速公路有限公司	国企	连带责任担保	2042.06.28	31.04

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告, 截至 2023 年 4 月, 公司近三年一期未发生违约事件, 也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年, 公司仍作为广东省重要的高速公路建设与运营主体之一, 预计实现通行费收入 70~95 亿元。

——2023 年, 公司预计路产投资规模 30~100 亿元。

——2023 年, 公司债务规模将呈增长态势, 预计净增 10~50 亿元。

预测

表 18: 公司重点财务指标预测情况 (%、X)

项目	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	71.50	70.08	55.82~83.73
总资产收益率	2.58	1.96	1.89~2.83
总债务/EBITDA	13.72	16.16	12.09~18.13
EBITDA 利息保障倍数	1.86	1.67	1.29~1.94
FFO/总债务	0.04	0.03	0.04~0.06

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正, 并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为, 公司流动性充足, 未来一年流动性来源能够较好覆盖流动性需求。

近年来公司经营活动现金持续呈大额流入状态, 截至 2023 年 3 月末, 公司可用账面资金 79.93 亿元, 可为日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末, 公司银行授信总额 1,208.50 亿元, 尚未使用授信额度 382.89 亿元, 备用流动性较为充足。此外, 作为广东省重要的高速公路建设与运营主体之一, 公司可持续获得政府的资金支持, 且在金融市场上认可度良好, 预计未来公司的再融资渠道保持畅通, 但仍需持续关注相关政策及融资环境对其再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自路产建设及债务还本付息。根据公司规划, 未来一年投资支出主要集中在

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

于改扩建项目，资金需求较大。截至 2023 年 3 月末，公司未来一年内到期债务约 8 亿元，2022 年公司利息支出约 28 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的攀升而有所增长。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源能够较好覆盖流动性需求。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司员工激励机制、培养体系较为健全，管理层稳定性较好。

环境方面，公司排放物、能源与资源相关信息披露较少。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，对员工权益的关注较为薄弱。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、经营行为、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司内控及治理结构较为健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标，管理层稳定性较好，公司治理表现优于交通运输/铁路公路行业 78.00% 的公司。

外部支持

中诚信国际认为，广东省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

作为我国第一经济大省，广东省人口虹吸效应明显，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全省经济财政实力增长提供了有力支撑。同时，广东省政府债务率处全国中下游水平，并于 2021 年完成了全省隐性债务清零工作，为区域内企业提供了较好的融资环境。此外，公司控股股东交通集团资本实力雄厚，能在业务及资金等方面为公司提供支持。

同时，广东省政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性强：作为广东省重要的高速公路建设与运营主体之一，公司路产分布较广，多属国高网组成部分，区域地位重要。
- 2) 与政府的关联度高：公司实际控制人为广东省政府，根据省政府意图承担省内部分高速公路的投资、建设及运营工作，股权结构和业务开展均与省政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在资本注入方面得到了政府的大力支持。为支持高速公路发展，广东省政府每年按照项目资本金比例及公司实际路产投资情况向公司拨付一定比例的资本金（公司路产建设资金主要来自项目资本金及项目公司自筹资金，项目资本金比例一般为 25%~40%，分别由省级财政、市级财政、公司按约定比例承担），一定程度上缓解了公司的资金压力。2022 年公司收到汕梅扩资本金 15.00 亿元和潮汕环线资本金 0.25 亿元，计入资本公积。

表 19：部分广东省省级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
广东省路桥建设发展有限公司	交通集团 80.81%	广东省重要的高速公路建设与运营主体之一	1,124.47	326.46	70.97	71.41	0.83	120.30
广东省铁路建设投资集团有限公司	广东省国资委 90%	负责广东省内城际轨道交通和干线铁路及投融资、	2,342.93	1,037.96	55.70	24.01	-24.91	29.40

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

		建设、经营和管理						
广东粤海控股集团有限公司	广东省政府 90%	广东省国有资本投资平台	2,372.89	953.93	59.80	437.73	67.17	253.34
广东省交通集团有限公司	广东省政府 90%	广东省最重要的高速公路投融资建设和经营管理主体	4,694.11	1,339.29	71.47	500.26	38.53	20.00
广东省高速公路有限公司	交通集团 86.48%	负责粤东、粤北和粤西地区高速公路建设和运营管理	1,349.15	365.30	72.92	118.13	9.06	155.00
广东省公路建设有限公司	交通集团 93.96%	负责珠江三角洲地区高速公路投资建设	1,055.52	242.40	77.03	93.79	18.57	95.00

注：1、财务数据为 2022 年末或 2022 年度数据；2、债券余额为截至 2023 年 5 月 25 日境内债券数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，广东省政府的支持能力很强，广东省政府对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，公司与四川高速、福建高速、江苏交通均为当地政府实际控制的重要高速公路投资建设运营主体，均能获得当地政府有力的外部支持；公司面临的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并无显著差异，财务风险在同业中处于适中水平。

首先，广东省与四川省、福建省、江苏省的行政层级一致，但广东省经济总量稍高于江苏省，遥遥领先于四川省和福建省；虽然广东省政府债务规模最大，但财政实力很强，自给率最高。公司与四川高速、福建高速、江苏交通均为当地政府实际控制的重要高速公路投资建设运营主体，均能获得当地政府有力的外部支持。

其次，公司面临的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并无显著差异。基于当地政府对其主要定位，四者均具有业务竞争优势，但公司业务结构较为单一。

然后，公司的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产、权益、收入、利润均低于比较组平均水平，资产收益表现偏弱；公司总资本化比率最高，但在高速公路建设行业内仍较适中；公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息覆盖倍数等偿债指标在比较组内表现中等。

表 20：2022 年同行业对比表

项目	广东路桥	四川高速	福建高速	江苏交通
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	广东省	四川省	福建省	江苏省
GDP（亿元）	129,118.58	56,749.81	53,109.85	122,875.60
GDP 增速（%）	1.90	2.90	4.70	2.80
人均 GDP（万元）	10.19	6.78	12.68	14.44
一般公共预算收入（亿元）	13,279.73	4,882.20	3,339.06	9,258.88
公共财政平衡率（%）	71.74	40.98	58.55	62.13
政府债务余额（亿元）	25,082.28	17,705.40	11,901.72	20,694.05
控股股东及持股比例	交通集团 80.81%	蜀道投资集团有限责任公司 100.00%	福建省国资委 100.00%	江苏省国资委 100.00%
职能及地位	广东省重要的高速公路建设与运营主体之一	四川省最重要的高速公路建设运营企业	福建省最重要的高速公路建设和运营主体	江苏省高速公路和铁路建设主体
核心业务及收入占比	通行费收入	工程施工	通行费收入	建造服务 39.12%、通

	99.32%、其他 0.68%	49.90%、通行费 收入 23.00%、 大宗贸易 11.19% 等	55.43%、经营开发 37.60%、公路养护 及其他工程 5.95%等	行费收入 33.98%、石 油制品销售 9.07%等
收费里程（公里）	1,455.69	3,722.68*	5,006.48*	4,381.00*
通行费收入（亿元）	70.92	136.48	145.74	316.59
总资产（亿元）	1,124.47	3,607.01	3,643.02	7,794.09
所有者权益（亿元）	326.46	1,154.84	1,101.01	2,996.84
总债务（亿元）	764.79	2,286.74	2,418.82	4,617.57
总资本化比率（%）	70.08	67.03	68.72	61.37
营业总收入（亿元）	71.41	593.45	262.95	931.71
净利润（亿元）	0.83	35.66	5.85	116.21
总资产收益率（%）	1.96	3.51	2.99	2.56
EBITDA（亿元）	47.32	163.7	126.58	312.26
总债务/EBITDA(X)	16.16	13.97	19.11	14.79
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.67	1.61	1.29	2.58
FFO/总债务（X）	0.03	0.03	0.01	0.04
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	67.12	52.06	117.81	316.88
债券余额（亿元）	120.30	240.00	283.00	831.00

注：1、收费里程：广东路桥为 2022 年末数据，四川高速为 2022 年 3 月末数据，福建高速、江苏交通为 2021 年末数据；2、债券余额为截至 2023 年 5 月 25 日境内债券数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

交通集团为“18 粤桥 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

交通集团是公司的控股股东，由广东省国资委于 2000 年 6 月根据《广东省省属国有企业资产重组总体方案》出资成立，承担着广东省综合运输规划中绝大部分高速公路的投资建设及经营管理任务。截至 2023 年 3 月末，交通集团注册资本及实收资本均为 268.00 亿元，控股股东及实际控制人均为广东省政府。交通集团对广东省省级管辖的高速公路投资、建设、运营进行统一管理，构建了“高速公路和道路基础设施投融资、建设和经营管理、出行服务和物流、与交通设施相关的土地等配套资源综合开发经营和相关服务”三大主业。

交通集团所管高速公路基本覆盖了广东省的出省通道和珠三角地区的高速公路网，路产区位优势明显，质量高，在高速公路行业保持着很强的竞争优势。2022 年交通集团新增一条政府还贷高速公路（宁波至东莞高速公路潮州东联络线，统贷统还，11.5 公里），期末全资及控股路产通车里程增至 7,973.5 公里，约占广东省高速公路通车总里程的 71.12%。但 2022 年我国经济下行压力加大，广东省强降雨天气频发，加之车辆燃油价格持续处于高位，群众出行意愿降低、出行成本提高，以上因素共同促使当期交通集团车辆通行费收入下滑至 362.27 亿元。

随着路产建设持续推进，2022 年交通集团资产规模小幅增长，期末为 4,694.11 亿元，仍以固定资产、在建工程等在建及建成高速公路为主。交通集团营收来源丰富，除传统的通行费收入外，还逐步拓展了材料销售、服务区运营等衍生业务，可在主业收入下滑期间起到一定平滑作用。相较于其资产体量而言，交通集团收益水平较好，2022 年末总资产收益率为 3.27%。

2022 年交通集团收到项目资本金 12.75 亿元，计入资本公积，此外，不断累积的经营利润亦持续增强了其资本实力。同年，除子公司继续公开发债募资外，交通集团本部还发行了 5 亿美元债，

同时加大了长期借款融资力度，当期有息债务规模迅速攀升至 3,108.87 亿元，但财务杠杆水平仍较稳定，总资本化比率为 69.89%。

偿债指标方面，2022 年交通集团收入下滑，EBITDA 明显减少，拉低了其对债务本金的保障能力，但仍可足额覆盖利息支出；FFO 对债务本金的覆盖倍数总体稳定。

表 21：近年来交通集团盈利能力、资产质量、偿债能力情况（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总计	4,458.73	4,501.09	4,694.11	4,833.31
所有者权益合计	1,250.73	1,314.20	1,339.29	1,352.84
负债合计	3,208.00	3,186.90	3,354.82	3,480.47
总债务	2,931.24	2,921.53	3,108.87	3,155.85
营业总收入	409.27	550.89	500.26	133.48
净利润	16.59	57.55	38.53	10.08
EBIT	136.85	176.88	150.49	--
EBITDA	273.23	356.14	307.22	--
总资产收益率	3.07	3.95	3.27	--
总资本化比率	70.09	68.97	69.89	69.99
总债务/EBITDA	10.73	8.20	10.12	--
EBITDA 利息保障倍数	2.65	3.71	3.43	--
FFO/总债务	0.04	0.08	0.06	--

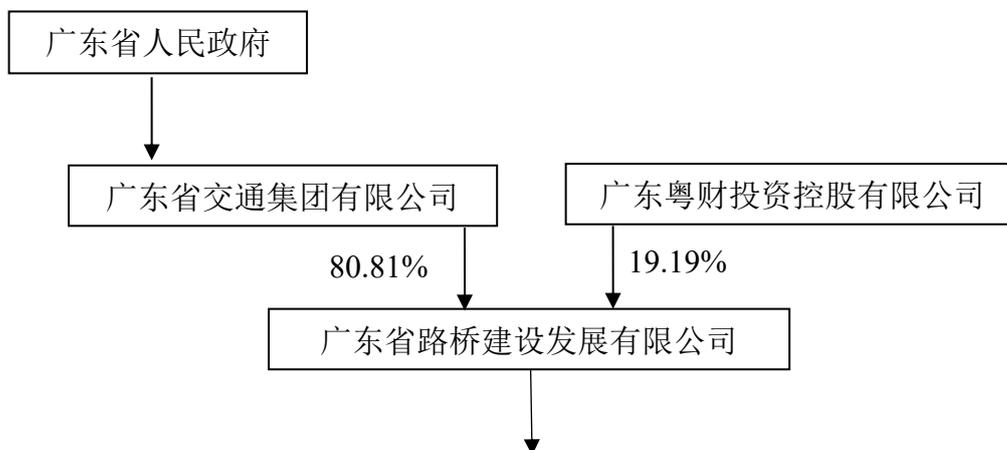
资料来源：交通集团财务报表，中诚信国际整理

综合来看，中诚信国际维持广东省交通集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对“18 粤桥 02”还本付息起到有力保障作用。

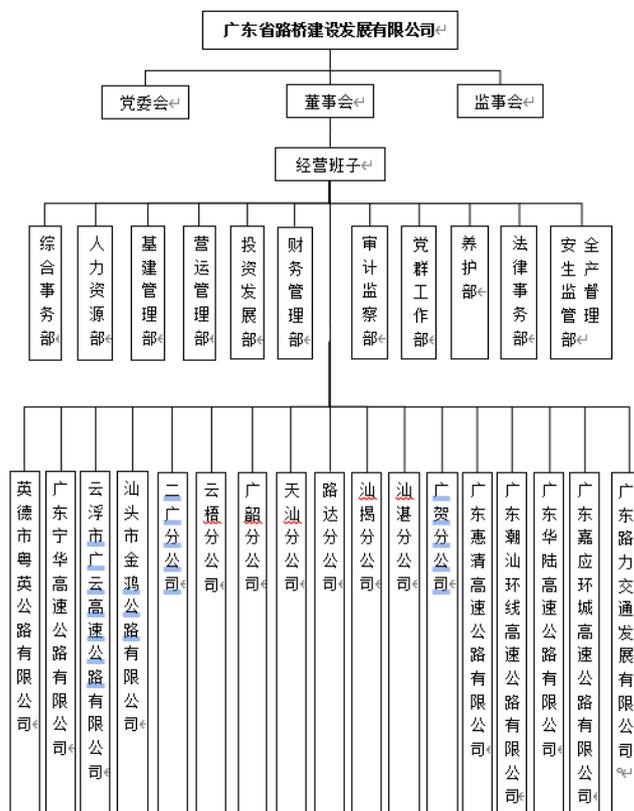
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东省路桥建设发展有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 粤桥 02”、“21 粤桥 01”、“22 粤桥 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广东省路桥建设发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

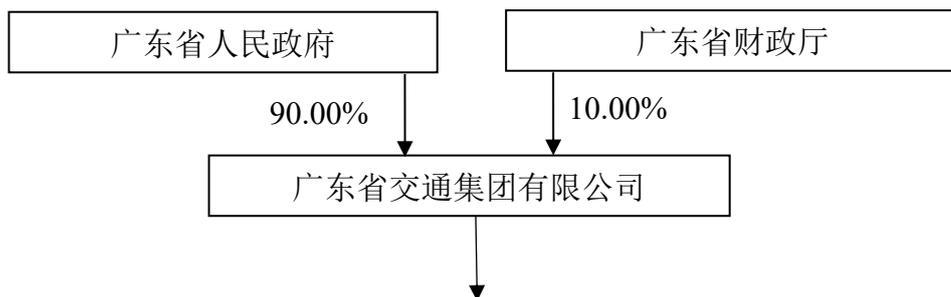


序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	云浮市广云高速公路有限公司	1,000.00	70.00
2	英德市粤英公路经营有限公司	1,000.00	70.00
3	汕头市金鸿公路有限公司	1,000.00	55.00
4	广东宁华高速公路有限公司	10,000.00	90.00
5	广东潮汕环线高速公路有限公司	20,000.00	80.85
6	广东惠清高速公路有限公司	20,000.00	91.45
7	广东华陆高速公路有限公司	21,519.26	46.47
8	广东嘉应环城高速公路有限公司	6,336.13	63.13
9	广东路力交通发展有限公司	500.00	100.00



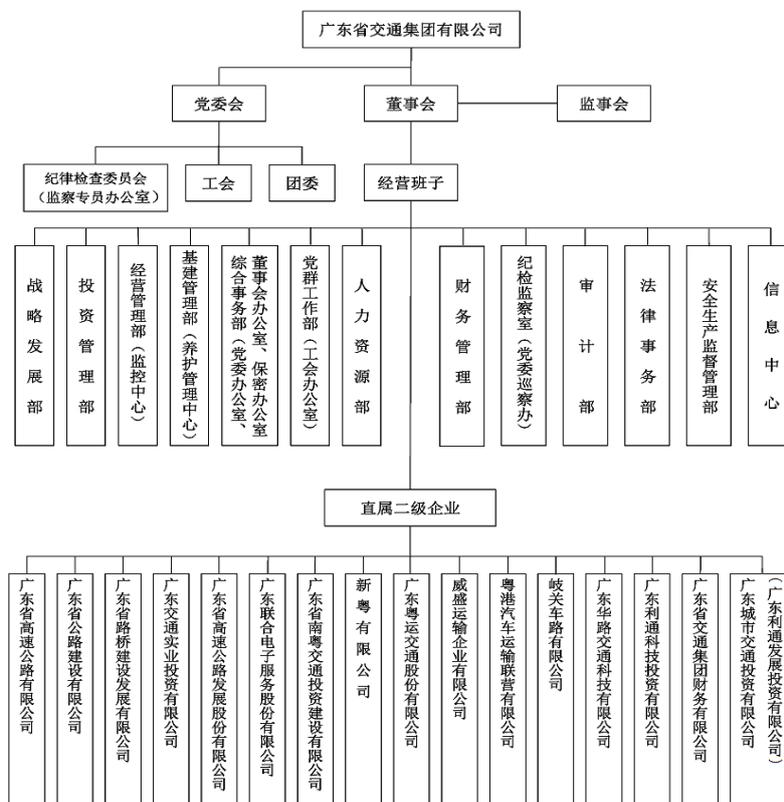
资料来源：公司提供

附二：广东省交通集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	子公司名称	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	广东省高速公路有限公司	1,248,895.10	86.48
2	广东省公路建设有限公司	1,080,000.00	93.96
3	广东省路桥建设发展有限公司	909,551.68	80.81
4	广东省高速公路发展股份有限公司	209,080.61	50.13
5	广东交通实业投资有限公司	189,530.86	72.12
6	广东粤运交通股份有限公司	79,984.78	74.12
7	新粤有限公司	2,400.00（港币）	100.00
8	威盛运输企业有限公司	30.00（港币）	100.00
9	广东华路交通科技有限公司	1,300.00	100.00
10	广东广佛肇高速公路有限公司	10,000.00	75.00
11	岐关车路有限公司	8,201.05	100.00
12	广东省交通集团财务有限公司	200,000.00	100.00
13	广东利通科技投资有限公司	15,282.79	100.00
14	广东联合电子服务股份有限公司	39,200.00	65.00
15	广东城市交通投资有限公司	18,000.00	100.00

集团公司组织架构图



资料来源：公司提供

附三：广东省路桥建设发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	344,641.80	507,751.68	507,389.16	799,338.74
应收账款	18,351.20	11,805.55	11,889.05	16,105.48
其他应收款	66,043.82	65,797.18	57,921.88	58,687.43
存货	-	-	-	-
长期投资	265,966.30	222,802.39	186,548.24	179,448.07
固定资产	6,310,791.39	6,081,537.35	10,097,856.95	10,016,157.60
在建工程	3,815,202.55	4,090,978.99	245,661.82	292,621.74
无形资产	77,795.17	75,485.36	72,364.02	71,537.78
资产总计	11,207,080.63	11,254,218.44	11,244,723.81	11,543,020.60
其他应付款	94,873.99	78,000.21	67,353.15	83,144.44
短期债务	282,290.31	179,176.57	95,825.51	123,977.90
长期债务	7,516,879.30	7,665,353.29	7,552,038.64	7,802,373.17
总债务	7,799,169.61	7,844,529.86	7,647,864.15	7,926,351.08
净债务	7,454,527.81	7,336,778.18	7,140,474.99	7,127,012.34
负债合计	8,103,073.05	8,127,766.77	7,980,098.47	8,277,037.45
所有者权益合计	3,104,007.58	3,126,451.67	3,264,625.34	3,265,983.14
利息支出	329,774.03	307,487.59	283,365.43	70,397.38
营业总收入	577,699.91	792,022.79	714,115.96	200,110.15
经营性业务利润	-28,745.43	113,989.87	95,323.59	-1,824.01
投资收益	98,602.24	-34,503.96	-27,547.01	-6,978.50
净利润	37,616.65	50,011.68	8,335.51	-8,642.20
EBIT	300,490.83	289,297.53	220,716.50	--
EBITDA	532,379.32	571,627.24	473,167.32	--
经营活动产生的现金流量净额	449,870.87	589,307.28	671,183.37	163,299.38
投资活动产生的现金流量净额	-663,487.84	-148,019.81	-312,623.70	-89,456.74
筹资活动产生的现金流量净额	359,283.45	-278,177.60	-358,922.18	218,106.93
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	43.71	45.57	44.50	37.78
期间费用率（%）	48.22	30.94	31.01	38.71
EBIT 利润率（%）	52.02	36.53	30.91	--
总资产收益率（%）	2.68	2.58	1.96	--
流动比率（X）	1.11	1.63	1.61	2.07
速动比率（X）	1.11	1.63	1.61	2.07
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	31.48	52.53	60.28	57.19
资产负债率（%）	72.30	72.22	70.97	71.71
总资本化比率（%）	71.53	71.50	70.08	70.82
短期债务/总债务（%）	3.62	2.28	1.25	1.56
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.04	0.05	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.43	1.57	4.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.36	1.92	2.37	--
总债务/EBITDA（X）	14.65	13.72	16.16	--
EBITDA/短期债务（X）	1.89	3.19	4.94	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.61	1.86	1.67	--
EBIT 利息保障倍数（X）	0.91	0.94	0.78	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.04	0.03	--

注：1、中诚信国际根据广东路桥提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，将长期应付款、其他非流动负债中带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附四：广东省交通集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,056,122.78	1,950,638.94	3,010,111.63	4,216,660.37
应收账款	159,878.00	210,766.10	193,184.23	175,382.25
其他应收款	282,288.07	243,732.01	185,368.76	177,608.90
存货	247,346.91	234,128.77	243,453.50	262,309.85
长期投资	1,109,926.34	1,204,473.68	1,227,834.43	1,248,779.34
固定资产	24,968,832.24	25,251,141.79	31,798,806.73	31,354,075.23
在建工程	9,197,823.58	9,299,435.30	4,206,433.01	4,656,274.47
无形资产	3,491,169.98	3,321,665.69	3,215,591.64	3,176,898.05
资产总计	44,587,324.45	45,010,934.95	46,941,066.91	48,333,099.47
其他应付款	1,002,954.25	835,668.08	854,170.48	850,434.78
短期债务	1,272,250.18	1,249,875.14	1,209,553.63	1,160,913.71
长期债务	28,040,113.43	27,965,389.57	29,879,124.40	30,397,559.80
总债务	29,312,363.61	29,215,264.71	31,088,678.03	31,558,473.51
净债务	27,434,373.43	27,416,851.39	28,237,322.86	27,341,813.14
负债合计	32,079,979.80	31,868,976.76	33,548,212.06	34,804,714.78
所有者权益合计	12,507,344.65	13,141,958.19	13,392,854.85	13,528,384.69
利息支出	1,031,923.13	960,105.26	896,111.29	269,288.89
营业总收入	4,092,695.87	5,508,933.18	5,002,587.07	1,334,833.59
经营性业务利润	-29,770.82	681,211.67	510,628.90	126,888.10
投资收益	392,122.37	159,432.57	146,940.43	29,827.31
净利润	165,868.76	575,453.28	385,307.86	100,805.34
EBIT	1,368,513.80	1,768,830.75	1,504,939.80	--
EBITDA	2,732,265.20	3,561,433.33	3,072,226.74	--
经营活动产生的现金流量净额	1,494,661.73	3,312,114.83	2,904,964.78	685,275.31
投资活动产生的现金流量净额	-3,007,409.61	-2,178,678.93	-2,502,419.81	-470,782.02
筹资活动产生的现金流量净额	1,160,943.13	-1,209,431.99	616,628.66	962,692.95
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	30.20	35.23	33.79	32.79
期间费用率（%）	32.52	23.45	24.81	23.76
EBIT 利润率（%）	33.70	32.24	30.23	--
总资产收益率（%）	3.07	3.95	3.27	--
流动比率（X）	1.06	1.10	1.36	1.83
速动比率（X）	0.99	1.03	1.29	1.75
存货周转率（X）	11.46	14.76	13.81	14.19
应收账款周转率（X）	25.40	29.61	24.65	28.97
资产负债率（%）	71.95	70.80	71.47	72.01
总资本化比率（%）	70.09	68.97	69.89	69.99
短期债务/总债务（%）	4.34	4.28	3.89	3.68
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.08	0.06	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.36	1.88	1.66	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.45	3.45	3.24	--
总债务/EBITDA（X）	10.73	8.20	10.12	--
EBITDA/短期债务（X）	2.15	2.85	2.54	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.65	3.71	3.43	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.33	1.84	1.68	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.08	0.06	--

注：1、数据来源为经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的交通集团 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算交通集团债务，将其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	经营效率	应收账款周转率
存货周转率		营业成本/存货平均净额
现金周转天数		(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率		(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计		销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn