



惠州市交通投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公 司债券(第一期)(品种一、品种二) 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 1840 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 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	惠州市交通投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 惠交 01”、“21 惠交 02”	AAA

评级观点

本次跟踪将惠州市交通投资集团有限公司（以下简称“惠州交投”或“公司”）主体信用等级由 AA⁺调升至 AAA，维持评级展望为稳定；将“21 惠交 01”、“21 惠交 02”的债项信用等级由 AA⁺调升至 AAA。本次跟踪评级主体信用等级上调主要基于下述理由：惠州市石化能源及电子信息产业基础较好，经济实力持续增强，GDP 增速省内领先，潜在的支持能力很强。惠州交投在惠州市国企改革中定位为市属一级企业并作为惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体，统筹惠州市重点交通项目的投融资、建设、运营及管理工作，惠州市“丰”字交通主框架是广东省交通建设试点的重大项目之一，公司区域战略地位和重要性凸显；惠州市政府通过增资、资产划转、资本金注入等方式持续给予公司大力支持，近三年公司净资产复合增长率达到 32.28%，资本实力亦不断夯实；此外，公司还布局智慧停车场建设与运营、材料销售等业务，多元化的业务结构为公司稳健经营提供了支撑。但需要关注公司项目支出压力较大、债务规模快速增长、资产流动性较弱等因素对其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，惠州市交通投资集团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：区域经济财政实力大幅下滑，公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；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

- **区域经济实力持续增强。**跟踪期内，惠州市经济发展水平持续增长，经济增速排名全省首位，打造“2+1”现代产业集群，石化能源新材料和电子信息产业基础较好，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **区域重要性和地位显著。**惠州交投在惠州市国企改革中定位为市属一级企业并作为惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体，统筹惠州市重点交通项目的投融资、建设、运营及管理工作。公司控股及参股高速公路属于《惠州市“丰”字交通主框架总体布局规划（2020-2030）》重要线路，惠州市“丰”字交通主框架是广东省交通建设试点的重大项目之一，公司区域战略地位和重要性显著。
- **公司资本实力不断夯实。**近年来惠州市政府通过增资、资产划转、资本金注入和政府补贴的方式持续给予公司大力支持，近三年公司净资产复合增长率达到32.28%，资本实力不断夯实。
- **业务呈多元化发展。**公司目前主要负责高速公路投资运营、工程施工建设及砂石销售等，此外，公司也布局智慧停车场建设与运营，房产租赁和材料销售等业务板块，多元化的业务结构为公司稳健经营提供了支撑。

关注

- **面临较大的资本支出压力。**公司目前主要在建项目包括惠霞高速、环岛高速及采石场等，尚需投资规模较大，公司面临较大的资本支出压力。
- **债务规模增长较快。**随着公司高速公路建设及砂石业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，截至2023年3月末，总资本化比率上升至61.76%，资本结构有待优化。
- **资产流动性较弱。**公司资产主要由无形资产、在建工程、长期股权投资及存货等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构特征，2022年末其占总资产的比重为81.91%，且截至2023年3月末，公司受限资产规模达120.56亿元，占期末公司总资产的比重为16.61%，公司整体资产流动性不足。

项目负责人：李颖 yli04@ccxi.com.cn
项目组成员：张修竹 xzhzhang@ccxi.com.cn
张赛一 syzhang@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

惠州交投 (合并口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计 (亿元)	416.62	480.06	730.09	725.92
经调整的所有者权益合计 (亿元)	133.67	165.15	233.87	234.92
负债合计 (亿元)	282.95	314.91	496.22	491.00
总债务 (亿元)	192.57	238.07	359.88	379.40
营业总收入 (亿元)	24.92	26.92	31.35	6.61
经营性业务利润 (亿元)	-1.85	-0.99	-1.46	0.17
净利润 (亿元)	0.23	0.65	1.76	0.36
EBITDA (亿元)	10.21	12.07	11.65	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.27	2.36	1.99	-0.41
总资本化比率 (%)	59.03	59.04	60.61	61.76
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.25	1.44	1.00	--

注：1、中诚信国际根据惠州交投提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据使用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据使用了 2023 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将公司各期长期应付款、其他非流动负债中的带息债务计入长期债务；3、公司未提供 2023 年 1~3 月现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、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	惠州交投	南昌轨道	西安轨道	绍兴交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	惠州市	南昌市	西安市	绍兴市
GDP (亿元)	5,401.24	7,203.50	11,486.51	7,351.00
一般公共预算收入 (亿元)	441.70	457.68	834.09	540.09
经调整的所有者权益合计 (亿元)	233.87	528.84	680.38	558.30
总资本化比率 (%)	60.61	48.56	57.13	55.7
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.00	0.52	0.70	1.00

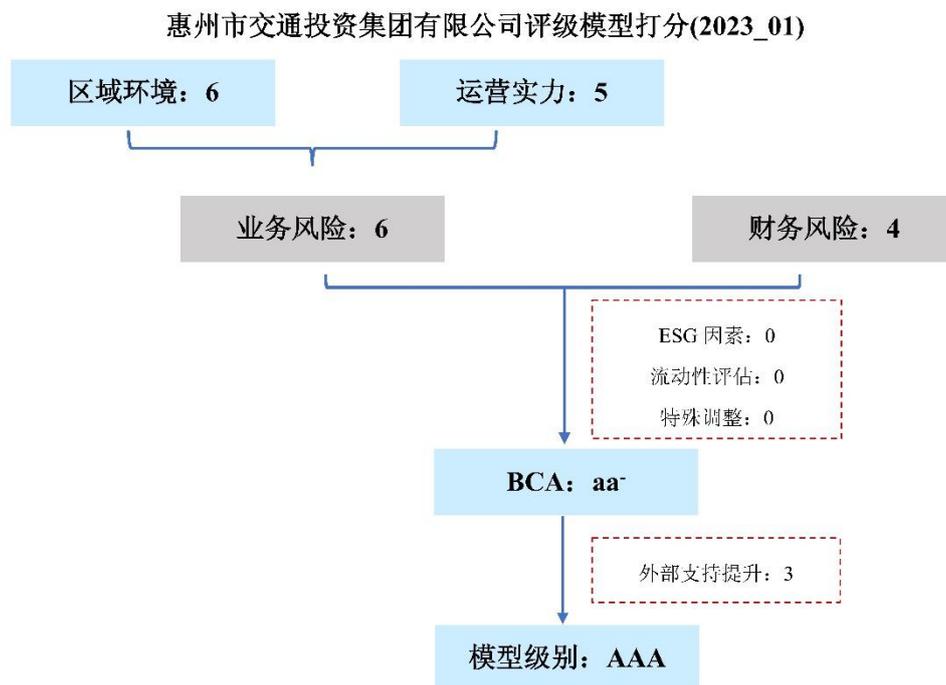
注：南昌轨道系“南昌轨道交通集团有限公司”的简称；西安轨道系“西安市轨道交通集团有限公司”的简称；绍兴交投系“绍兴市交通投资集团有限公司”的简称；

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

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 惠交 02	AAA	AA+	2022/06/27	8.00	8.00	2021/05/27~2026/05/27	--
21 惠交 01	AAA	AA+	2022/06/27	7.00	7.00	2021/05/27~2026/05/27	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,惠州交投是惠州市最重要的高速公路建设投资运营主体,统筹市内重点交通项目的投融资、建设、运营及管理工作,业务竞争力较强;公司形成了工程建设、高速公路投资运营及砂石开采销售为主的业务布局,业务结构较为多元,在建及拟建项目量较为充足,公司面临较大的资本支出压力;同时,公司资产流动性较弱,盈利能力一般,对政府补助和投资收益依赖较高。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,惠州交投所有者权益持续增长,资本实力有所提升,但公司债务规模亦快速扩张,财务杠杆水平偏高,资本结构有待优化,同时公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下滑,偿债指标表现有所减弱。

■ 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惠州交投个体基础信用等级无影响,惠州交投具有 aa^- 的个体基础信用评估等级,反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,惠州市政府具有很强的支持能力,对公司具有强的支持意愿,主要体现在惠州市经济发展水平持续提升,在省内排名靠前;惠州交投系惠州市最重要的高速公路建设投资运营主体,近年来持续获得政府在资本金注入、经营补助等方面的大力支持,具备强的区域重要性,与政府之间的关联度高。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

“21 惠交 01”募集资金为 7.00 亿元，期限为 5（3+2）年，募集资金计划用途为偿还公司有息债务；截至 2022 年末，“21 惠交 01”募集资金已按约定用途使用完毕；

“21 惠交 02”募集资金为 8.00 亿元，期限为 5 年期，募集资金计划用途为偿还公司有息债务；截至 2022 年末，“21 惠交 02”募集资金已按约定用途使用完毕。

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，产出缺口相较于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.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续、城投发行审核并未明显放松，且监管部门坚持严控隐债不动摇、加大隐债问责力度。在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区

域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

惠州市下辖惠城区、惠阳区、惠东县、博罗县和龙门县，并设有仲恺高新区和大亚湾经开区两个国家级开发区，属珠三角经济区，总面积 11,599 平方公里，2022 年末全市常住人口 605.02 万人。2022 年惠州市实现地区生产总值 5,401.24 亿元，增速 4.20%，总量居全省第五，增速居全省第一；同期，固定资产投资同比增长 8.8%。产业发展方面，惠州市打造“2+1”现代产业集群，石化能源新材料和电子信息为两大支柱产业，超高清视频和智能家电集群入选国家先进制造业集群，TCL 实业入选国家首批“数字领航”企业。高新技术企业增至 2,850 家，科技型中小企业增至 2,729 家，增速均居珠三角第一；国家专精特新“小巨人”企业增至 36 家。

2022 年，惠州市完成地方财政一般公共预算收入 441.71 亿元，剔除留抵退税因素后同口径增长 4.0%，自然口径下降 3.0%；其中税收收入 268.86 亿元，同口径下降 9.8%，财政质量有所下滑。地方一般公共预算支出 693.01 亿元，财政平衡率 63.74%。以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入对惠州市地方综合财力的贡献程度较高，但受国家宏观调控政策及房地产市场景气度等影响，2022 年惠州市实现政府性基金预算收入 258.1 亿元，同比下降 51.46%，降幅显著。再融资环境方面，惠州市广义债务率水平处于全国中下游水平，同时区域内债券市场发行利差低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体尚未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来惠州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP (亿元)	4,221.79	4,977.36	5,401.24	1,201.21
GDP 增速 (%)	1.5	10.1	4.2	3.8
人均 GDP (万元)	6.99	8.21	8.92	-
固定资产投资增速 (%)	16	21.8	8.8	11.6
一般公共预算收入 (亿元)	412.2	455.4	441.7	129.24
政府性基金收入 (亿元)	507.4	531.7	258.1	--
税收收入占比 (%)	72.15	73.56	60.88	--
公共财政平衡率 (%)	64.67	68.66	63.74	--

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：惠州市政府，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司的业务风险很低，跟踪期内，作为惠州市最重要的交通基础设施投资、建设和运营平台，公司继续承担市内重点交通工程项目建设，通过收购惠州市惠新高速公路有限公司（以下简称“惠新高速”）从而新增控股路产，业务竞争力较强；同时，公司新增两个采石场，推动砂石销售业务成为新的收入增长点，最终形成以工程建设、高速公路投资运营及砂石开采销售为主的业务布局，业务结构较为多元。公司整体在建项目量较为充足，业务稳定性和可持续性较强，但也面临较大的资本支出压力，且公司整体盈利能力一般，对政府补助和投资收益依赖程度较高。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	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

客运业务	1.66	6.66	-177.19	0.70	2.60	-267.22	0.47	1.50	-425.53	0.13	1.97	-353.85
货运运输	0.99	3.97	41.2	1.40	5.20	7.81	2.18	6.95	44.50	0.5	7.56	44.00
通行费	3.29	13.20	60.69	5.08	18.87	65.01	4.27	13.62	62.30	2.17	32.83	63.13
工程建设	14.86	59.63	14.18	15.29	56.80	2.29	17.38	55.44	2.36	1.21	18.31	7.44
砂石销售	0.12	0.00	-12.82	0.33	0.00	2.69	3.14	10.02	32.80	1.96	29.65	28.06
其他业务	4.00	16.53	21.41	3.55	16.53	28.87	3.91	12.47	17.90	0.64	9.68	12.50
合计	24.92	100.00	9.08	26.92	100.00	11.77	31.35	100.00	12.03	6.61	100.00	27.99

注：1、“工程建设业务”与原“基建投资业务”口径保持一致；2、客运业务收入不包含惠州市财政通过 TC 模式向惠州巴士支付的运营补贴，故客运业务收入与成本倒挂；3、各项收入相加不等于合计数系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

跟踪期内，公司继续承担惠州市重点交通工程建设职能，业务稳定性较好；公司在手项目合同金额较大，得益于所承接公路施工工程体量的增长，工程建设业务具有较强的可持续性，2022 年工程建设收入稳步增长，仍是公司营业收入的重要支撑。

跟踪期内，公司工程建设业务运营主体仍为子公司惠州交投公路建设有限公司（原广东惠州公路建设总公司，以下简称“惠州路建”），业务模式未发生变化，仍然由惠州路建通过招投标方式获取施工项目，并根据完工进度以工程预算价为依据进行结算。目前，惠州路建在手项目合同金额较大，工程建设业务稳定性及可持续性较好。

从工程项目建设进展来看，截至 2022 年末，公司在手项目合同金额 292.92 亿元，已完成合同金额 55.03 亿元，已累计确认收入 47.60 亿元。当年确认收入 17.38 亿元，同比增长 13.67%，工程建设收入稳步增长。跟踪期内，公司主要在建项目包括惠州惠城至惠阳霞涌高速公路项目（以下简称“惠霞高速”）、惠州稔平环岛高速公路（以下简称“环岛高速”）和韶惠高速惠龙段项目（以下简称“惠龙高速”）等。其中，惠霞高速项目系广东省省级重点项目之一，作为惠州市“1 号公路项目”，项目投资规模大，项目建设周期较长，公司工程建设业务面临的投资压力较大。

表 3：截至 2022 年末公司主要工程施工项目情况（亿元）

项目名称	合同金额	已完成金额	预计建设周期	累计已确认收入
惠州大道东段延长线	5.94	6.04	45 个月	5.48
河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段工程	16.53	7.28	1,095 天	6.56
韶惠高速惠龙段工程	28.26	16.69	36 个月	13.61
演达立交南停车楼项目	0.26	0.25	365 日历天	0.22
金山湖停车库项目	0.60	0.58	400 日历天	
东江公园停车库项目	0.73	0.77	400 日历天	1.54
旺岗停车楼项目	0.47	0.36	400 日历天	
赣深北站配套工程（二期）	6.59	6.30	约 10 个月	5.72
1 号公路先行段	4.83	4.40	720 天	3.99
文成、文华、菱湖停车场	1.27	0.56	325 日历天	0.52
新岗北、三新北停车场	0.25	0.16	300 日历天	0.15
惠大高速	0.07	0.14	-	0.13
惠霞高速	139.97	10.04	42 个月	8.94
环岛高速	81.15	0.16	42 个月	0.14
X208 梁化石场项目	6.0	1.31	670 日历天	0.60
合计	292.92	55.04	--	47.60

注：1、“已完成金额”为施工工程完成产值；2、“已确认收入”为收到业主或总包方的款项，具体以财务实际发生为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速公路板块

公司继续作为惠州市最重要的高速公路建设投资运营主体，统筹市内重点交通项目的投融资、建设、运营及管理工作，业务区域专营性较强；跟踪期内公司新增控股运营路产惠盐高速，预计能够为高速公路收费带来稳定的现金流入；同时，公司新增在建项目惠州稔平环岛高速公路，叠加存量高速公路建设项目量较为充足，业务可持续性较强的同时也面临较大的投资支出压力。

跟踪期内，公司通过收购惠新高速实现对惠深（盐田）高速公路惠州有限公司（以下简称“惠深高速公司”）的并表，从而新增控股运营路产惠深（盐田）高速公路（惠州段）¹（以下简称“惠盐高速”），截至 2023 年 3 月末，公司共有两条控股高速项目，分别为惠大疏港高速公路和惠盐高速公路。其中，惠大疏港高速公路的运营主体仍为惠州惠大高速公路有限公司²（以下简称“惠大高速”），该路产里程为 54.88 公里。

2022 年惠大疏港高速公路车流量和通行费收入均有所下降，同比降幅分别为 15.94%和 9.22%；2023 年 1~3 月，车流量和通行费收入较 2022 年同期有所恢复，同比分别增长 11.82%和 30.19%；同期，惠大高速养护费支出亦有所下降。由于惠盐高速于 2022 年底完成并表，尚未在当年高速公路通行费收入中得以体现。截至 2023 年 3 月末，上述两条控股高速公路未来三年均暂无大中修计划，公司也暂无其他高速公路路产收购计划。

表 4：2022 年及 2023 年 1~3 月末公司主要控股运营高速公路经营情况（公里）

运营主体	运营高速	长度	运营期限	通行费收入（亿元）		车流量（万辆）		养护费（万元）	
				2022	2023.1~3	2022	2023.1~3	2022	2023.1~3
惠州惠大高速公路有限公司	惠大疏港高速公路	54.88	2015/12~2040/11	4.27	1.13	3,505.00	979.00	2,185.25	218.56
惠深（盐田）高速公路惠州有限公司 ³	惠深（盐田）高速公路（惠州段）	34.69	1993/6/1~2036/3/13	3.60	1.04	3,673.00	1,036.00	1,413.44	80.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参股运营高速路产方面，跟踪期内，公司负责参股高速公路投资的主体仍主要为子公司惠州交投路桥投资有限公司（以下简称“惠州路桥”）和惠州交投东江投资有限公司（原惠州东江交通投资有限公司，以下简称“东投公司”）。截至 2023 年 3 月末，公司参股的已建成高速公路为 6 条，运营里程合计 459.56 公里，较往年同期有所减少，系惠盐高速已被计入公司控股运营路产所致，2022 年无新增已建成参股路产。

车流量及通行费收入方面，2022 年公司参股高速公路车流量和通行费收入均有所下滑，下降比例分别为 8.75%和 10.16%；2023 年 1~3 月，剔除惠盐高速带来的影响后，通行费和车流量收入亦低于往年同期情况，降幅分别为 15.00%和 18.85%。由于公司对参股高速公路持股比例不高，因而分享的高速公路经营成果较为有限。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司获得来自参股高速公路的投

¹ 2022 年，公司通过收购对惠盐高速的股权获取实际控制权，持股比例由 2021 年末的 46.33%增至 47.00%；惠盐高速剩余股份分别由广东省高速公路有限公司（以下简称“广东省高速”）（20.33%）和 BILLIONBLE INVESTMENT LIMITED(万爵投资有限公司)（32.67%）持有。

² 惠大高速已经完成竣工决算，目前正在办理收费年限核批，批复收费年限基本能确定是 25 年（从 2015 年 12 月通车起算至 2040 年 11 月）。

³ 根据 2023 年 5 月 27 日广东省交通运输厅文件粤交规[2023]240 号《广东省交通运输厅关于惠深高速公路惠州段改扩建工程收费期限的批复》，惠深高速公路惠州段改扩建工程收费期限为 20.16 年。

资收益分别为 1.36 亿元及 0.10 亿元。

表 5: 2021~2022 年及 2023 年 1~3 月末公司主要参股运营高速公路经营情况 (公里、亿元、万辆)

投资主体	运营公司	运营线路	股权比例	长度	通行费收入			车流量		
					2021	2022	2023.1~3	2021	2022	2023.1~3
东投公司	广东广惠高速公路有限公司	广惠高速公路	2.50	153.08	21.80	18.87	5.13	8,368	7,661	2,122
	惠州广河高速公路有限公司	广河高速公路	30.00	75.76	6.54	5.81	1.74	1,674	1,492	489
	惠州广惠东延线高速公路有限公司	广惠高速公路东延线	30.00	17.5	1.17	1.14	0.25	753	675	157
惠州路桥	河惠莞高速公路惠州平潭至潼湖段项目	河惠莞高速	30.00	56.13	1.74	2.23	0.69	2,241	2,414	731
	惠莞高速公路(惠州)有限公司	潮莞高速公路(惠州段)	9.90	49.09	8.33	7.51	1.86	5,622	4,783.14	1,274.91
武深公司	广东省南粤交通仁博高速公路管理中心	武深高速公路新博段	9.90	108.00	--	--	--	--	--	--
合计				459.56	39.58	35.56	9.67	18,658	17,025.	4,773.91

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

在建高速公路项目方面, 跟踪期内, 公司新设项目公司惠州稔平环岛高速公路有限公司(以下简称“环岛公司”)负责环岛高速的建设施工。该项目总投资 119.55 亿元, 资本金比例为 25.00%, 由公司负责出资的资本金规模约 23.01 亿元, 截至 2023 年 3 月末, 公司已出资 3.08 亿元。项目路线起于惠东县吉隆镇吉隆互通立交, 与沈海高速公路相交, 途经吉隆镇、黄埠镇、平海镇、巽寮滨海旅游度假区, 终于惠东县赤砂村赤砂互通立交, 与惠州海湾大桥相接, 路线全长约 48.67 公里; 项目全线采用设计速度 100 公里/小时双向 6 车道高速公路技术标准, 路基宽度 34.5 米。截至 2023 年 3 月末, 公司高速公路在建项目共 3 个, 总里程达 180.13 公里。其中, 韶惠高速惠龙段项目建设里程 61.92 公里, 由东投公司和惠州路建合计持股 54%, 预计总投资 81.73 亿元, 截至 2023 年 3 月末已累计投资 68.57 亿元; 惠霞高速公路项目为公司跟踪期内主要投入的项目之一, 该项目由子公司惠州市惠湾高速公路有限公司(以下简称“惠湾公司”)全资持股, 项目由主线和水口支线两部分组成, 全长约 69.54 公里, 总投资估算 233.14 亿元, 截至 2023 年 3 月末已累计投资 81.83 亿元; 同期末, 公司暂无拟建高速公路项目; 整体来看, 公司在建高速公路尚需投资规模较大, 公司未来资本支出压力较大。

表 6: 截至 2023 年 3 月末公司在建高速公路项目情况 (公里、亿元)

投资主体	项目名称	建设里程	持股比例	是否控股	计划投资	资本金占比	累计投资	建设期	公司承担资本金	公司资本金已出资
惠湾公司	惠州惠城至惠阳霞涌高速公路	69.54	100%	是	233.14	25%	81.83	2022~2026	61.61	35.31
东投公司、惠州路建	韶惠高速惠龙段	61.92	54%	是	81.73	25%	68.57	2020~2023	11.03	10.35
环岛公司	惠州稔平环岛高速公路	48.67	77%	是	119.55	25%	4.09	2022~2026	23.01	3.08
合计		180.13	--	--	434.42	--	154.49	--	95.65	48.74

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

此外，跟踪期间公司继续参与原有 3 个国道、省道项目建设，建设模式仍为 PPP 模式，项目建成后通过政府付费方式实现资金回流，资金纳入惠州市中长期财政支出责任。其中，参股项目的建设资金主要来自项目公司，公司只承担与其持股比例对应的资本金部分。

参股项目方面，省道 S120 线南旋工业园至紫金交界段改建工程（以下简称“S120 线改建工程”）由惠州鼎航投资有限公司与东投公司合资成立项目公司进行建设，其中东投公司持股 49%。S120 线改建工程计划总投资 12.16 亿元，其中资本金占比 30%；截至 2023 年 3 月末，已投资 11.76 亿元，其中资本金到位 3.73 亿元。省道 S255 线龙桥东江大桥改扩建工程（以下简称“S255 线改扩建工程”）由广东冠粤路桥有限公司与东投公司合资成立项目公司进行建设，其中东投公司持股 49%。S255 线改扩建工程计划总投资 5.40 亿元，其中资本金占比 25%；截至 2023 年 3 月末，已投资 5.11 亿元，其中资本金已出资完毕。

控股项目方面，国道 G324 线惠州大道东段延长线改建工程（以下简称“G324 线改扩建工程”），合作方为广东冠粤东建交通投资有限公司和广东冠粤路桥有限公司，公司和惠州路建合计持股 50%。G324 线改扩建工程计划总投资 17.86 亿元，其中资本金占比 25%；截至 2023 年 3 月末，已投资 19.27 亿元，其中资本金已到位 4.64 亿元，该项目正处于移交验收阶段。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司参股、控股省道、国道在建项目情况（公里、亿元）

项目名称	建设模式	公司持股比例	是否控股	建设里程	计划投资	资本金比例	资本金到位	累计投资
省道 S120 线南旋工业园至紫金交界段改建工程	PPP	49%	否	11.26	12.16	30%	3.73	11.76
省道 S255 线龙桥东江大桥改扩建工程	PPP	49%	否	1.80	5.40	25%	1.52	5.11
国道 G324 线惠州大道东段延长线改建工程	PPP	50%	是	22.97	17.86	25%	4.64	19.27
合计	--	--	--	36.03	35.42	--	9.89	36.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运输板块

2022 年公司继续负责惠州市公交客运服务及货物运输业务，区域专营性较强，业务稳定性较好；其中客运收入有所下滑，对财政补贴依赖度仍然较大，但货运业务表现向好，运量和收入保持增长态势，对营业收入的贡献有所增加。

2022 年以来，公司继续负责惠州市公交客运业务，主要运营主体仍为惠州交投巴士有限公司（原惠州市公共汽车总公司，以下简称“惠州巴士”），业务模式及业务覆盖范围均为发生变化，均有较强的区域专营性。截至 2023 年 3 月末，惠州巴士拥有公交车辆 729 辆，公交线路 53 条，线路总里程 1,018 公里。2023 年下半年，公司计划通过融资租赁方式更新 100 辆纯电动公交车，贷款期限为 8 年，贷款总额约 8,900 万元。

从公交客运业务的经营情况来看，跟踪期内公交业务客流量有所下滑，降幅约 30.00%，当年客运收入随之减少至 0.48 亿元；2023 年 1~3 月，客运量及客运收入分别为 0.07 亿元及 0.11 亿元，基本保持平稳。由于公司公交客运业务公益属性突出，惠州市政府通过 TC 模式每年向惠州巴士支付一定的运营补贴；2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到补贴金额 2.16 亿元和 0.41 亿元。

表 8: 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司公交客运业务情况

主要指标	2020	2021	2022	2023.1~3
公交车辆 (辆) (辆)	729	729	729	729
出车 (万车次)	20.02	23.90	20.10	4.73
发班 (万趟)	206.56	225.93	192.03	44
营业里程 (万公里)	4,245	4,658	3,984	929
客运量 (亿人)	0.38	0.40	0.28	0.07
客运收入 (亿元)	0.64	0.70	0.48	0.11
运营补贴 (亿元)	1.96	2.33	2.16	0.41

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司继续负责惠州市公交服务并开展货物运输业务。跟踪期内, 该业务运营主体仍为铁路公司的子公司中铁 (惠州) 铁路有限公司 (以下简称“中铁 (惠州) 公司”)。截至 2023 年 3 月末, 中铁 (惠州) 公司负责运营管理的铁路线路为惠大铁路, 线路里程为 51.00 公里, 铁路货物运输的收入确认仍采取清算制。

惠大铁路是具有国家铁路运输准入许可资质的铁路, 与京九铁路惠州西站接轨, 终于大亚湾经济技术开发区; 惠大铁路连接国家干线京九铁路, 是中海炼油项目、埃克森美孚项目和惠州港的重要配套交通工程, 是连接惠州港与全国铁路连接的重要中枢, 亦是惠州市唯一一条地方铁路。惠大铁路为货物运输铁路, 以电煤等民生保障物资运输及服务中海油项目的化工品运输为主, 其他货物运输为辅。2022 年, 惠大铁路共完成运量 886.60 万吨, 运量保持上升态势, 较 2021 年同比增长约 19.63%, 货运收入亦伴随运量的增多而增长至 2.18 亿元, 增幅约 55.71%。截至 2023 年 3 月末, 公司暂无在建及拟建铁路线路。

表 9: 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月中铁 (惠州) 公司拥有铁路线路经营情况 (公里、万吨、亿元)

线路	起讫地点	营业里程	2020		2021		2022		2023.1~3	
			运量	收入	运量	收入	运量	收入	运量	收入
惠大铁路	惠州西~大亚湾	51.00	426.84	0.99	741.12	1.40	886.60	2.18	242.85	0.50

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

砂石销售板块

伴随采石场的投产, 跟踪期内公司砂石销售业务大幅增长, 对营业收入贡献有所提升; 同时, 公司新增两个绿色采矿权, 但公司在建采石场数量较多, 尚需投资支出规模较大, 公司将面临较大的资本支出压力。

跟踪期内, 公司绿色采石场业务的主要运营主体仍然为惠州交投矿业有限公司 (以下简称“交投矿业”) ⁴ 及其下属子公司。跟踪期内公司砂石销售收入由 2021 年的 0.33 亿元增长至 3.14 亿元, 系受益于采石场的逐步投产。2022 年公司新增湖镇镇新围山神山矿区坪塘矿段 (神山二期) 和惠东平海镇寨头矿区项目 (平海石场) 2 个绿色采矿场的采矿权。截至 2023 年 3 月末, 惠州路发已取得惠州市 7 个绿色采矿场的采矿权, 矿产储量合计约 156,670 万吨, 年开采量约 7,391 万吨。

表 10: 截至 2023 年 3 月末公司已投入运营绿色采石场情况 (万吨、亿元、年)

采矿项目名称	经营主体	是否已取得采矿权	采矿权购入成本	公司持股	区域位置	建设周期	采矿期限	矿产储量	年开采量
惠阳区新圩镇东风村三斗种建筑	惠州交投新圩绿色石场有限公司	是	3.79	70%	惠阳	2021-2022	10	6,896	795

⁴ 原“惠州交投公路发展有限公司”, 于 2022 年 6 月 22 日完成企业名称变更。

用花岗岩矿区										
仲恺惠环西坑绿色石场项目	惠州交投阳光绿色石场有限公司	否	1.27	51%	仲恺	2020-2024	5.5	1,480	268	
湖镇镇新围山神山矿区坪塘矿段(神山一期)	惠州交投神山绿色现代石场有限公司	是	2.57	100%	博罗	2019-2021	10			49,020
湖镇镇新围山神山矿区坪塘矿段(神山二期)	惠州交投神山绿色现代石场有限公司	是	13.16	100%	博罗	2022-2024	30			1,670
龙门县龙华镇朗背村葛埔建筑用花岗岩矿	惠州交投葛埔绿色现代石场有限公司	是	9.62	70%	龙门	2021-2023	20	24,556	1,596	
惠城区横沥镇盐径村建筑用花岗岩	惠州交投横沥绿色现代石场有限公司	是	1.01	51%	惠城	2021-2022	8	2,390	345	
惠东县梁化镇鸡笼山建筑用花岗岩矿石场项目	惠州交投梁化绿色石场有限公司	是	18.31	60%	惠东	2021-2023	30	44,664	1,729	
惠东平海镇寨头矿区项目(平海石场)	惠东交投平海绿色石场有限公司	是	15.91	80%	惠东	2022-2024	30	27,664	988	
合计	--	--	65.64					156,670	7,391	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建项目预计总投资 228.87 亿元（含采矿权购买成本 65.64 亿元），已投资 115.58 亿元，尚需投资规模较大。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司在建绿色采石场情况（亿元）

采石场项目名称	总投资	已投资	资金占比(20%)	未来三年投资计划			预计年均收入
				2023 年	2024 年	2025 年	
惠阳区新圩镇东风村三斗种建筑用花岗岩矿区	14.21	12.81	2.84	0.64	0.00	0.00	3.71
仲恺惠环西坑绿色石场项目	4.55	3.75	0.91	0.41	0.05	0.05	1.70
湖镇镇新围山神山矿区坪塘矿段(神山一期)	14.07	15.29	2.81	0.40	0.00	0.00	12.73
湖镇镇新围山神山矿区坪塘矿段(神山二期)	55.45	16.57	11.09	12.81	8.56	4.48	
龙门县龙华镇朗背村葛埔建筑用花岗岩矿	28.04	27.75	5.61	1.51	0.00	0.00	9.29
惠城区横沥镇盐径村建筑用花岗岩	5.14	4.19	1.03	0.38	0.18	0.18	2.35
惠东县梁化镇鸡笼山建筑用花岗岩矿石场项目	59.31	24.19	11.86	9.91	2.00	2.00	12.87
惠东平海镇寨头矿区项目(平海石场)	48.10	11.05	9.62	5.85	7.86	5.41	8.50
合计	228.86	115.58	45.77	31.92	18.64	12.12	51.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

跟踪期内，随着在建智慧停车场项目的投运，公司停车场运营管理服务收入大幅增长；钢筋材料销售业务稳步发展；房地产板块尚处建设期，尚需投资规模较大，需关注后续房地产市场行情对公司项目去化情况的影响。

跟踪期内，公司其他业务仍然主要包括智慧停车场运营、房地产租赁、检测及修理、物业管理和汽油销售等，业务类型较为多元。跟踪期内，公司新增一个智慧停车场在建项目，截至 2023 年 3

月末, 公司共有 63 座已投运停车场和 5 座在建停车场, 其中, 5 座在建停车场配备停车位合计为 1,942 个, 预计总投资 9.81 亿元, 已投资 3.02 亿元; 拟建项目方面, 2023 年公司计划开工建设 20 座停车场, 新增停车位约 5,000 个, 预计总投资 10 亿元, 整体来看, 公司在建及拟建停车场项目较为充足, 同时, 公司亦面临较大的资本支出压力。受益于政府支持, 截至 2023 年 3 月末, 政府已累计向公司无偿划入 8,586 个路内停车位, 3,481 个路外停车位, 入账价值合计 7.40 亿元。

从已投运的停车场运营情况来看, 公司 2022 年实现停车场运营管理服务收入为 0.47 亿元, 收入规模有限且尚未实现盈利, 预计未来随着停车场的陆续建成投运, 营收规模会有所增长。中诚信国际将持续关注公司上述项目的后续资本支出情况和盈利情况。

表 12: 截至 2023 年 3 月末公司停车场项目情况 (亿元)

项目名称	建设周期	状态	停车场数量 (座)	停车位 (个)	总投资	已投资
智慧停车场一期	2019-2021	投运	10	5,039	13.07	12.31
智慧停车场二期	2020-2022	投运	22	5,770	10.82	9.35
智慧停车场三期	2022-2023	投运	31	9,288	15.80	6.96
智慧停车场四期 ⁵	2022-2025	在建	38	待定	待定	4.40
合计	--		101	20,097	39.69	33.02

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

房地产租赁方面, 公司目前主要房地产项目为金河花苑和利臻中心项目, 分别由子公司惠州市兴利金置业投资有限公司 (以下简称“兴利置业”) 及惠州交投利臻置业有限公司 (以下简称“利臻置业”) 负责建设运营。兴利置业系 2022 年从惠州市兴通实业投资有限公司 (以下简称“兴通实业”) ⁶ 划拨所得, 其所开发的金河花苑为商品房住宅业态, 尚未竣工, 截至 2023 年 3 月末, 该项目总投资约 7.70 亿元, 已投资 4.05 亿元, 投资进程过半, 后续公司拟通过自有资金及配套银行贷款进行开发建设。利臻中心项目主要业态为写字楼和公寓, 同期末, 该项目总投资约 22.47 亿元, 已投资约 15.13 亿元, 后续拟通过对外出租、出售的方式实现资金平衡; 截至 2023 年 3 月末, 公司暂无拟建房地产项目。

表 13: 截至 2023 年 3 月末公司在建房地产项目情况 (亿元、万平方米)

项目	建设运营主体	主要业态	建设周期	总投资	已投资	总建面	建设资金来源
金河花苑	兴利置业	住宅	5 年	7.70	4.05	13.01	自有资金
利臻中心	利臻置业	写字楼、公寓	3 年	22.47	15.13	24.24	自有资金
合计	--	--	--	30.17	19.18	37.25	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司其他业务还包括汽油销售、检测及修理和钢筋材料活动板房销售等, 2022 年公司实现其他业务收入 3.91 亿元。其中, 公司汽油销售业务由子公司惠州交投行健置业有限公司 (以下简称“交投置业”) 负责, 2022 年实现油品销售收入 1.37 亿元, 同比下降 7.43%; 公司钢筋材料活动板房销售主要由子公司惠州交投鑫达材料有限公司 (以下简称“鑫达材料”) 负责, 2022 年实现钢筋材料活动板房销售收入 1.13 亿元, 同比增长 16.49%。整体来看, 公司其他业务板块收入规模较小, 对公司营业收入的贡献有限。

⁵ 截至本报告出具日, 智慧停车场项目停车位总数以及总投资规模暂未明确, 其中已明确的 5 座在建停车场的相关信息已在报告中描述。

⁶ 兴通实业由惠州路桥和惠州市投资管理集团有限公司 (以下简称“惠州市投资管理集团”) 分别持股 50%。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，跟踪期内，主要系受益于政府在资本金注入等方面的大力支持，跟踪期内公司所有者权益大幅增长，资本实力显著提升；但同时受高速公路项目及采石场建设投资等影响，公司债务规模亦增长较快，目前财务杠杆水平偏高，资本结构仍有待优化；同时经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

资本实力与结构

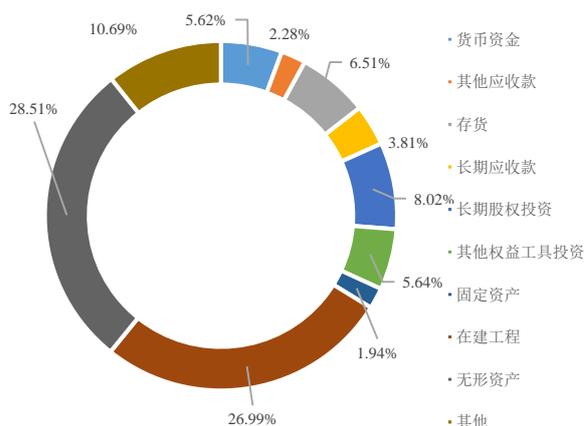
跟踪期内，随着业务的持续发展及项目资本支出加大，公司总资产及总债务规模保持快速增长，得益于政府持续的资本金注入，公司财务杠杆水平波动不大，但已处于偏高水平，资本结构仍有待优化。

作为惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体，公司 2022 年以来在惠霞高速和惠龙高速等重点项目中持续大规模投入、新增石场采矿权以及通过收购的方式取得相应高速公路收费权，带动当期公司资产总额大幅增长至 730.09 亿元，同比增长约 52.08%，资产体量在惠州市级平台中保持首位。

公司目前形成了“工程建设、高速公路投资运营、砂石销售、交通运输和其他业务”五大业务板块，资产主要由上述业务形成的无形资产、在建工程、长期股权投资及存货等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构特征，2022 年末其占总资产的比重为 81.91%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。具体来看，公司于 2022 年末新发行债券使得公司货币资金规模增长至 52.60 亿元，其中 7.36 亿元系当期公司为智慧停车场和一号公路项目⁷申请的政策性金融工具，专款专用。截至 2022 年末，公司存货资产同比增长约 163.40% 达到 48.08 亿元，主要系当期利臻中心项目、金河花苑等项目的开发成本增多所致。2022 年，公司将子公司惠州交投智慧停车投资有限公司（以下简称“智停公司”）的智慧停车场相关资产从固定资产及无形资产转入投资性房地产中，另一方面中铁（惠州）铁路有限公司名下土地评估增值实现公允价值变动损益 12.27 亿元，共同推动投资性房地产规模从 2021 年末的 0.87 亿元大幅增长至 33.85 亿元，上述评估增值事项亦为 2022 年末其他综合收益与递延所得税负债科目余额同比增长的重要缘由。同期，公司持续向惠霞高速和惠龙高速等项目投入建设资金，带动期末在建工程规模大幅增长 83.70 亿元，增幅约 81.26%。2022 年以来，公司无形资产同比增加约 85.96 亿元，增幅达 71.43%，其中，由绿色采矿权竞拍成本及相关补偿费用带来的增长约 68.00 亿元，由惠盐高速收费权带来的增长约 16.39 亿元。同期末，公司长期股权投资规模基本保持稳定，主要系公司对高速公路及轨道交通类企业的投资款。总体来看，公司资产流动性不足，盈利能力一般。

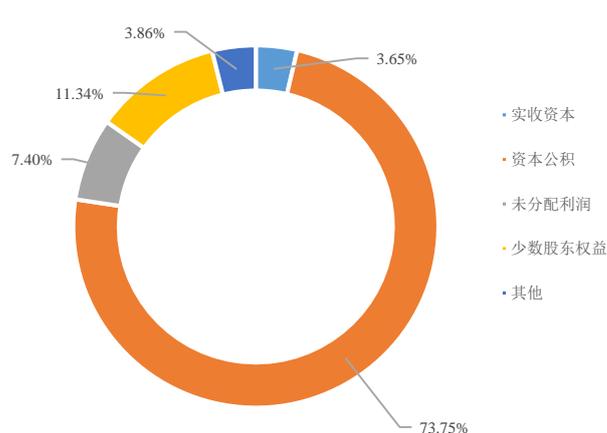
⁷ 惠州惠城至惠阳霞涌高速公路项目

图 1: 截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

图 2: 截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

2022 年末, 受益于政府的大力支持, 公司资本公积规模大幅增长至 172.92 亿元, 主要系 2022 年公司收到惠州市国资委等政府单位注入的资本金约 34.81 亿元; 此外, 2022 年末公司少数股东权益增长约 11.00 亿元, 主要为跟踪期内公司新并表的非全资子公司惠新高速参股股东的持股部分, 进而推动公司当期经调整的所有者权益规模增长至 233.87 亿元, 资本实力得以提升, 预计未来政府还将持续向公司拨付资金及划转资产, 届时公司所有者权益将进一步增厚。

跟踪期内, 虽然公司自有资本实力显著增强, 但同期公司债务规模亦大幅增长, 综合作用下使得公司财务水平小幅抬升, 截至 2023 年 3 月末, 资产负债率为 67.64%, 总资本化比率为 61.76%。伴随公司在手工程项目的逐步推进, 未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口, 预计届时公司财务杠杆率水平将继续保持较高水平。

表 14: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	416.62	480.06	730.09	725.92
非流动资产占比	75.69	79.08	81.91	83.75
经调整的所有者权益 ⁸	133.67	165.15	233.87	234.92
资产负债率	67.92	65.60	67.97	67.64
总资本化比率	59.03	59.04	60.61	61.76

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量有所提升, 2022 年经营活动贡献的现金净流入规模较小, 经营获现能力较为一般, 且持续大规模的对外投资加大了资金缺口, 经营发展对外部融资有较强依赖性, 再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于公司工程建设业务的持续推进及砂石业务的开展, 跟踪期内公司收入保持稳步增长, 回款情况较好, 当期公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入相匹配, 收现比为 1.18, 公司收入质量有所提升。

⁸ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项, 调整项为 0

公司经营活动净现金流受高速公路通行费、砂石经营、工程施工及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年以来，公司经营活动仍然保持净流入状态，但当期受往来款流出规模上升的影响，经营活动净流入规模有所缩窄。2023 年一季度以来，公司经营活动现金流转为净流出状态。总体来看，公司经营活动获现能力一般。

2022 年以来，公司在惠霞高速和惠龙高速项目上持续投入，带动当期投资活动现金流继续保持大幅流出状态且流出规模有所增多；由于公司同期对惠州农村商业银行股份有限公司（以下简称“惠州农商行”）等企业股权投资获得的投资收益规模仍然较小，投资活动现金流资金缺口超过 126 亿元。根据公司自身发展计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

跟踪期内，如前所述，公司主要依赖于银行借款及发行债券来弥补投资活动产生的资金缺口，同时，政府拨付的项目资本金⁹亦是公司资金的重要补充方式。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化情况。

表 15：近年来公司现金流情况（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	5.27	2.36	1.99	-0.41
投资活动产生的现金流量净额	-25.34	-69.15	-126.05	-28.48
筹资活动产生的现金流量净额	37.40	79.75	125.84	17.09
现金及现金等价物净增加额	17.33	12.96	1.78	-11.81
收现比 (X)	0.46	0.90	1.18	1.14

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模增长较快，债务负担较重，但债务结构尚为合理，与其业务特征相匹配；跟踪期内公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所下降，整体保障能力有限；经营活动净现金流对利息支出的保障能力弱。

随着工程建设业务及砂石业务的持续发展以及投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，2022 年末公司债务同比增长约 51.16% 至 359.88 亿元¹⁰。从债务类型来看，公司债务以银行借款、发行债券为主，同时持有一定规模的非标融资，债务类型及渠道较多元。其中，非标融资部分系公司 2022 年针对惠霞高速新增的债权融资计划，同期末占总债务比重约为 10.28%。债务结构方面，2022 年末公司短期债务占比小幅上升至 13.96%，但债务仍然以长期为主，与其业务特征相匹配，未来一年内债务到期规模较大，需持续关注公司后续偿债安排及偿债资金到位情况。

表 16：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	平均融资成本	融资余额	1 年以内到期	1-2 年到期	2-3 年到期	3 年及以后到期
银行贷款	约 4.00%	272.45	42.88	20.76	34.43	174.38
债券融资	约 3.67%	48.98	6.00	12.00	23.00	7.98
非标融资	约 4.20%	37.00	--	37.00	--	--
合计		358.43	48.88	69.76	57.43	182.36

注：本表中融资余额与附表中总债务之间的差额系本表统计口径未包括融资租赁利息部分所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

⁹ 公司将其计入“收到其他与筹资活动有关的现金”。

¹⁰ 其中，公司为新并表的惠盐高速匹配银行贷款规模约 10.00 亿元。

随着公司持有采石场数量的增加，2022 年以来公司 EBITDA 构成中来自折旧和无形资产摊销的规模上升，但利润总额和费用化利息支出仍然是其主要构成，跟踪期内，公司利润总额有所增长，对 EBITDA 的贡献增加，但利润总额对投资收益的依赖程度较大，由于投资收益存在一定不确定性，预计公司 EBITDA 未来将有所波动。同时，公司债务规模的持续增长导致公司利息支出上升较快，2022 年末公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 1，覆盖水平一般且面临波动压力。此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力弱，无法有效覆盖利息支出。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	192.57	238.07	359.88	379.40
短期债务占比	20.85	9.29	13.96	13.90
EBITDA	10.21	12.07	11.65	--
EBITDA 利息保障倍数	1.25	1.44	1.00	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.65	0.28	0.17	-0.13

资料来源：公司财务报告，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，公司受限资产规模为 120.56 亿元，占当期末总资产的 16.61%，主要系公司质押的惠大高速收费权。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 34.71 亿元，占同期末净资产的比例为 14.77%，被担保单位主要系公司参股高速公路项目公司及原子公司惠州市汽车运输集团有限公司（以下简称“汽运集团”），均无反担保措施，存在一定代偿风险。

表 18：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保人	担保金额
惠州河惠莞高速公路有限公司	204,423.00
惠州市汽车运输集团有限公司	87,600.00
惠州广惠东延线高速公路有限公司	32,910.00
惠州市泰润投资管理有限公司	13,857.20
惠州东江龙桥投资管理有限公司	8,300.72
合计	347,090.92

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 5 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¹¹

假设

——2023 年，公司仍作为惠州市交通运输行业重要的投资运营主体，没有显著规模的资产划入划出。

——2023 年，公司高速公路板块收入伴随惠盐高速的并表有所增长，盈利能力有所提升；砂石销售板块收入受益于采石场的逐步投运而增加；其余各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以

¹¹ 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。

前小幅提升。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 200~240 亿元，股权类投资规模在 8~15 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 200~260 亿元。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	59.04	60.61	55.58~67.94
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.44	1.00	0.54~0.82

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，公司流动性一般，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

近年来公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金约 40.78 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 617.49 亿元，尚未使用授信额度为 333.83 亿元，备用流动性较为充足。此外，惠州市经济基础较好，公司作为惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体，可持续获得政府的资金支持。近年来，公司在债券市场表现较为活跃；公司近年来在债券市场表现较为活跃，在金融市场认可度较好，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设和债务还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于高速公路和绿色采石场等项目，资金需求约 200~240 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 48.88 亿元，此外，公司 2022 年的利息支出已增至 11.62 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，预计未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

ESG 分析¹²

中诚信国际认为，公司交通基础设施建设及砂石开采业务存在一定的环境风险，公司治理稳定性有待加强。

环境方面，公司交通基础设施建设及砂石开采业务存在一定的环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司投资、建设和运营的项目主要为社会公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，惠州交投战略规划清晰，正逐步对下属子公司的高管任命、财务融资进行统筹管控。但近年来公司高管及子公司股权变动较为频繁，对公司治理架构的稳定性有一定影响；同时，公

¹² 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。

司下属子公司数量较多，对公司治理管控能力提出一定挑战。

外部支持

中诚信国际认为，惠州市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

惠州市为广东省地级市，地理位置优越，区位优势明显，并设有仲恺高新区和大亚湾经开区两个国家级开发区，属珠三角经济区，总面积 11,599 平方公里。产业发展方面，打造“2+1”现代产业集群，2022 年，惠州市实现地区生产总值 5,401.24 亿元，增速 4.20%，总量居全省第五，增速居全省第一，实现规上工业增加值 2,424.8 亿元，增长 6.3%，石化能源新材料和电子信息两大支柱产业增加值占规上工业比重 63.9%。惠州市经济实力和财政综合实力在广东省 21 个地级市中持续位居上游水平。惠州市广义债务率处于全省及全国中下游水平，区域内隐性债务现已清零，整体债务压力相对较轻，再融资环境整体好。

同时，惠州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性强：公司是惠州市最重要的交通基础设施建设、投资及运营主体，代表政府开展了多项重点高速公路、干线公路及轨道交通等基础设施项目建设，与惠州市其他市属国企的业务定位有所区别，在市属国企总资产规模中占比约 47.71%，资产体量在市属平台中排名首位且领先优势明显，区域重要性强。

2) 与政府的关联度高：公司由惠州市国资委（90%）及广东省财政厅（10%）持股，按照广东省及惠州市政府的规划承担重大交通项目建设投资任务，股权结构及业务开展均政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在获得资本金注入、资产划转以及政府补贴等方面有良好记录。政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2021 年，惠州市国资委等政府单位向公司注入资金 36.20 亿元，用于智慧停车场项目、广汕客运专线、赣深北站配套工程等建设，增加公司资本公积 36.20 亿元。2022 年惠州市国资委等政府单位向公司注入资本金约 34.81 亿元，2020~2022 年累计向公司划拨 8,586 个路内停车位和 3,481 个路外停车位；2021~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别获得政府补贴 2.47 亿元、2.90 亿元和 0.75 亿元。

表 20：惠州市级类平台比较（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
惠州市交通投资集团有限公司	惠州市国资委（90%）、广东省财政厅（10%）	惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体，统筹惠州市重点交通项目的投融资、建设、运营及管理工作	730.09	233.87	67.97	31.35	1.76	47.00
惠州市水务集团有限公司	惠州市国资委（90%）、广东省财政厅（10%）	围绕供排污水一体化和生态文明体制改革工作部署，打造“水务+环保”集投、融、建、管、养为一体的业务链条	--	--	--	--	--	--
惠州市城市建设投资集团有限公司	惠州市国资委（95.99%）、广东省财政厅（4.01%）	以城市片区整体价值提升和城市面貌升级为两条主线，以城市综合开发、城市建设、城市运营服务为三大主要领域	--	--	--	--	--	--
惠州市港口投资集团有限公司	惠州市国资委（96.85%）、	网络枢纽型港务综合投资运营商	--	--	--	--	--	--

广东省财政厅 (3.15%)							
惠州市国有资本投资集团有限公司	惠州市国资委 (100.00%)	聚焦“资本运营+基金投资+股权管理+金融服务”四大核心业务	--	--	--	--	--
惠州市产业投资集团有限公司	惠州市国资委 (100.00%)	聚焦“产业投资+产业培育+资产管理”三大核心业务，负责发展新产业培育新动能，同步强化资产管理，深度清理非正常经营企业，盘活存量，布局增量。	--	--	--	--	--

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，惠州市政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿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，惠州交投与南昌轨道、西安轨道等可比企业的外部经营环境风险、业务风险及财务风险无显著差异，当地政策支持能力均很强，对上述平台公司的支持意愿强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，惠州市政府与南昌市、西安市及绍兴市的行政地位相当，惠州市经济财政实力在比较组中处于下游水平，但财政平衡率较高且政府债务余额处于较低水平，整体来看，上述可比区域对当地平台企业的支持能力处于同一档次。惠州交投与上述平台均为市国资委实际控制的重要的交通运输行业建设运营主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，惠州交投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。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为元化，同时也存在公司高速公路建设、采石场项目投资压力较大，部分业务自我造血能力不足的问题。

惠州交投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模和经调整的所有者权益低于比较组平均水平，财务杠杆较高，EBITDA 对利息覆盖能力高于比较组平均水平；可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 21：2022 年同行业对比表

	惠州交投	南昌轨道	西安轨道	绍兴交投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	惠州市	南昌市	西安市	绍兴市
GDP (亿元)	5,401.24	7,203.50	11,486.51	7,351.00
GDP 增速 (%)	4.20	4.10	4.40	4.40
人均 GDP (万元)	8.90	11.10	8.88	13.75
一般公共预算收入 (亿元)	441.70	457.68	834.09	540.09
公共财政平衡率 (%)	63.74	48.74	53.02	67.10
政府债务余额 (亿元)	1,050.40	1,481.70	3,625.51	701.99
控股股东及持股比例	惠州市人民政府国有资产监督管理委员会 90.00%	南昌交投 100%	西安市国资委 100%	绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会 90.00%
职能及地位	惠州市最重要的交通运输行业投资运营主体	南昌市唯一的轨道建设及运营主体	西安市最重要的轨道交通建设和运营主体	绍兴市重要的交通类基础设施投资运营主体
核心业务及收入占比	工程建设业务 55.44%、通行费 13.62%、砂石销售 10.02%、客运业务 1.50%	代建业务 49.95%、线路运营业务 17.02%、商品销售业务 15.71%	轨道客运收入 85.86%、地铁资源开发收入 10.33%	收费公路 24.04%、公共交通 2.04%、土地开发收益及工程代建 8.43%*
资产总计 (亿元)	730.09	1,118.30	1,672.20	1,369.40

经调整的所有者权益合计 (亿元)	233.87	528.84	680.38	558.30
总债务 (亿元)	359.88	499.30	906.63	701.99
总资本化比率 (%)	60.61	48.56	57.13	55.70
营业总收入 (亿元)	31.35	29.94	16.65	75.68
净利润 (亿元)	1.76	1.22	0.30	7.38
EBITDA (亿元)	11.65	3.55	22.94	31.93
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.00	0.52	0.70	1.00
经营活动产生的现金流量 净额 (亿元)	1.99	7.78	33.61	3.49
可用银行授信余额 (亿 元)	333.83	690.40	427.23	397.99
债券融资余额 (亿元)	47.00	178.53	45.00	150.40

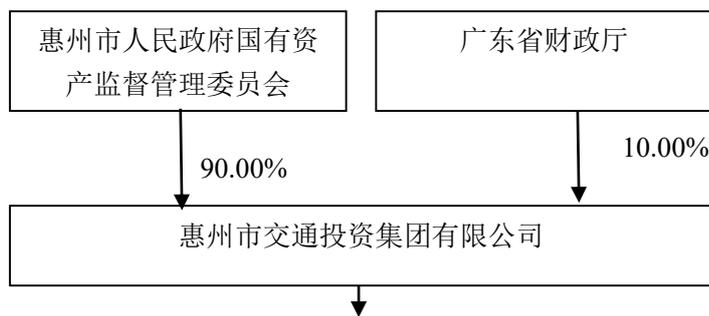
注：1、债券融资余额数据节点为 2023 年 6 月 20 日；2、标“*”数据为 2021 年末数据，南昌轨道、西安轨道可用银行授信余额数据节点为 2022 年末，绍兴交投可用银行授信余额数据节点为 2022 年 6 月末。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理。

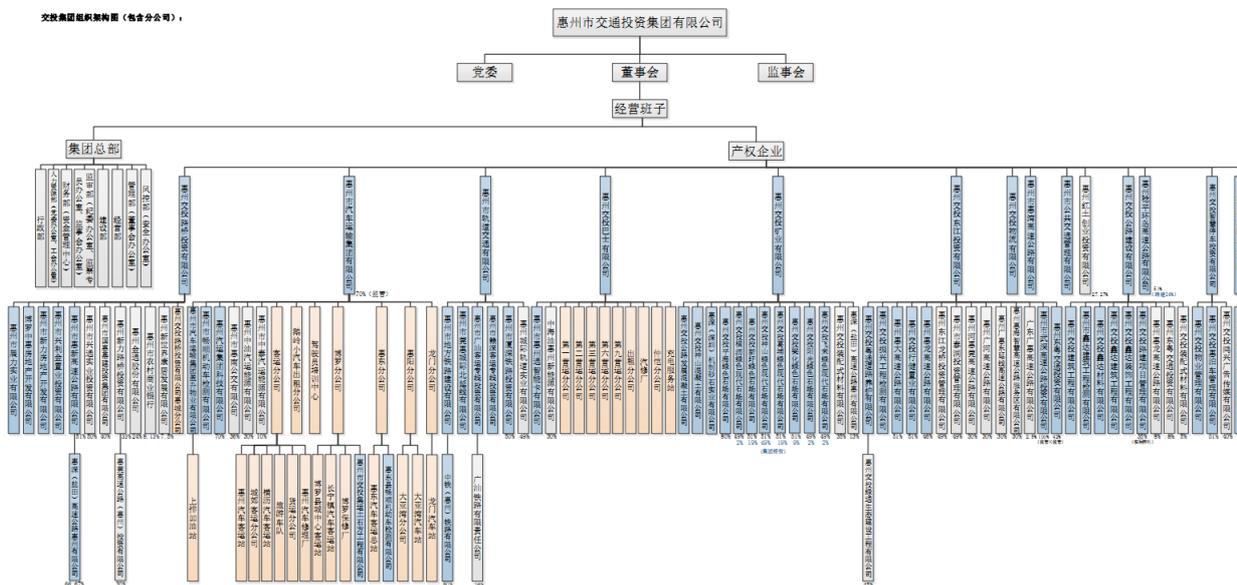
评级结论

综上所述，中诚信国际将惠州市交通投资集团有限公司主体信用等级由 **AA+** 调升至 **AAA**，维持评级展望为稳定；将“21 惠交 01”、“21 惠交 02”的债项信用等级由 **AA+** 调升至 **AAA**。

附一：惠州市交通投资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	一级子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	惠州交投东江投资有限公司	90,000.00	100.00
2	惠州交投路桥投资有限公司	36,027.00	100.00
3	惠州市轨道交通有限公司	31,000.00	100.00
4	惠州交投公路建设有限公司	30,000.00	100.00
5	惠州交投矿业有限公司	13,300.00	100.00
6	惠州交投智慧停车投资有限公司	10,000.00	100.00
7	惠州交投巴士有限公司	4,483.00	100.00
8	惠州市惠湾高速公路有限公司	10,000.00	51.00
9	惠州稔平环岛高速公路有限公司	10,000.00	51.00
10	惠州交投物流有限公司	1,000.00	100.00
11	惠州交投利臻置业有限公司	1,000.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：惠州市交通投资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	351,584.02	434,663.87	525,982.09	407,900.54
非受限货币资金	304,984.02	434,535.42	452,352.69	407,842.25
应收账款	47,677.58	36,539.36	15,278.20	16,987.93
其他应收款	228,783.95	249,357.07	161,664.73	165,245.50
存货	240,214.90	182,534.79	480,803.69	472,881.26
长期投资	896,815.44	992,630.95	991,484.12	991,171.99
在建工程	534,573.29	1,030,007.93	1,866,997.51	1,959,045.85
无形资产	1,125,186.31	1,203,521.04	2,063,111.03	2,069,353.64
资产总计	4,166,193.85	4,800,578.28	7,300,929.65	7,259,208.64
其他应付款	315,790.31	303,562.76	261,794.16	214,684.38
短期债务	401,572.90	221,279.40	502,314.25	527,215.98
长期债务	1,524,094.92	2,159,419.78	3,096,442.11	3,266,775.16
总债务	1,925,667.81	2,380,699.18	3,598,756.36	3,793,991.14
负债合计	2,829,525.46	3,149,108.17	4,962,191.40	4,910,014.05
利息支出	81,581.69	83,753.40	116,188.12	31,893.92
经调整的所有者权益合计	1,336,668.39	1,651,470.11	2,338,738.25	2,349,194.59
营业总收入	249,193.60	269,220.98	313,469.79	66,054.73
经营性业务利润	-18,462.38	-9,852.52	-14,552.06	1,731.98
其他收益	23,992.39	24,707.92	21,563.82	4,203.02
投资收益	29,466.08	20,035.27	23,368.35	3,661.15
营业外收入	3,407.07	877.62	8,152.33	108.79
净利润	2,262.82	6,526.27	17,608.83	3,601.08
EBIT	78,038.69	78,267.93	84,657.32	--
EBITDA	102,116.95	120,726.35	116,466.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	115,463.94	242,703.22	368,817.21	75,367.61
收到其他与经营活动有关的现金	322,980.41	264,617.39	247,150.48	97,627.89
购买商品、接受劳务支付的现金	133,351.73	254,494.41	263,216.86	131,581.90
支付其他与经营活动有关的现金	193,263.47	183,717.50	268,731.56	21,328.16
吸收投资收到的现金	89,165.97	401,047.33	22,621.37	3,889.28
资本支出	216,708.58	576,270.96	1,241,442.81	275,762.25
经营活动产生的现金流量净额	52,729.06	23,566.51	19,897.22	-4,149.26
投资活动产生的现金流量净额	-253,425.67	-691,461.60	-1,260,496.06	-284,824.62
筹资活动产生的现金流量净额	374,002.62	797,459.46	1,258,416.11	170,892.33
现金及现金等价物净增加额	173,306.01	129,564.37	17,817.27	-118,081.55
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	9.08	11.77	12.02	27.93
期间费用率(%)	25.36	23.65	22.16	30.01
应收类款项占比(%)	12.21	11.30	6.21	6.32
收现比(X)	0.46	0.90	1.18	1.14
资产负债率(%)	67.92	65.60	67.97	67.64
总资本化比率(%)	59.03	59.04	60.61	61.76
短期债务/总债务(%)	20.85	9.29	13.96	13.90
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.65	0.28	0.17	-0.13
总债务/EBITDA(X)	18.86	19.72	30.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.55	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.25	1.44	1.00	--

注：1、中诚信国际根据惠州交投提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据使用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据使用了 2023 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将公司各期长期应付款、其他非流动负债中的带息债务计入长期债务；3、公司未提供 2023 年 1~3 月现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、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。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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-公益性资产调整
资本结构	
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
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
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
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
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	
EBITDA 利息保障倍数	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。

附四：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