跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1321 号

广东粤运交通股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广东粤运交通股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广东粤运交通股份有限公司公开发行的“14 粤运 01”和“14 粤运 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

广东粤运交通股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定
债券信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 粤运 01	4.0 亿元	7（5+2）年	AAA	AAA	2017/6/27
14 粤运 02	3.8 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017/6/27

担保方：广东省交通集团有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日
主要财务数据：
发行人

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	76.95	88.14
所有者权益（亿元）	33.85	35.93
长期债务（亿元）	10.51	13.95
全部债务（亿元）	16.83	25.40
营业收入（亿元）	73.21	72.48
净利润（亿元）	4.58	5.27
EBITDA（亿元）	11.66	12.78
经营性净现金流（亿元）	7.29	6.86
营业利润率（%）	16.66	17.88
净资产收益率（%）	14.24	15.11
资产负债率（%）	56.01	59.23
全部债务资本化比率（%）	33.21	41.41
流动比率（倍）	1.24	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.69	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	19.60	19.40
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.49	1.64

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	3,598.38	3,725.57
所有者权益（亿元）	1,009.16	1,085.41
营业收入（亿元）	434.89	454.25
净利润（亿元）	50.49	59.20
资产负债率（%）	71.96	70.87

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异，系四舍五入造成；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告将长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务。

评级观点

2017 年，广东粤运交通股份有限公司（以下简称“公司”或“粤运交通”）作为广东省综合性交通服务企业，道路运输及配套服务业务在省内仍保持覆盖面较广的道路客运网络，高速公路服务业务收入稳定增长；现金类资产较为充裕，资产质量较好，债务压力轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到高铁等其他交通工具分流等不利因素持续给公路交通运输业务带来压力，受材料供应量下降影响，材料物流服务业务收入规模下降，预付款项计提坏账准备规模较大及短期债务规模有所增加等因素可能给公司信用水平造成不利影响。

未来，随着广东省区域经济的发展，以及公司高速公路等基础设施项目的竣工运营，公司的盈利能力有望得到提升。

“14 粤运 01”和“14 粤运 02”由广东省交通集团有限公司（以下简称“交通集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，2017 年，交通集团在广东省高速公路行业中仍保持较强竞争优势，主要业务板块收入及毛利率较为稳定，资产规模大，货币资金充足，其担保对本次债券的信用状况具有明显积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“14 粤运 01”和“14 粤运 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2017 年，公司道路运输业务在广东省内仍保持较大的区域市场规模，高速公路服务业务收入稳定增长，带动公司整体盈利能力近一步增强。

2. 2017 年，公司现金类资产较为充裕，资

产质量较好，债务压力轻。

3．2017 年，担保方交通集团在广东省高速公路行业中仍保持较强竞争优势，主要业务板块收入及毛利率较为稳定，资产规模大，资产质量较好，货币资金充足，担保实力很强。

关注

1．2017 年，城市轨道交通网络日益发达，高铁等其他交通工具分流等不利因素持续给公路交通运输业带来压力，境内运输业务收入有所下降。

2．2017 年，材料物流服务业务作为公司主要收入来源，受材料供应量下降影响，收入规模有所下降；资产置换完成后，公司收入规模或将有所变化。

3．公司流动资产中预付款项计提坏账准备规模较大；短期债务规模有所增加。

4．担保方交通集团资产受限比例较高；债务负担较重；费用控制能力较弱；在建项目存在较大的资金支出压力。

分析师

杨　婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广东粤运交通股份有限公司（以下简称“公司”或“粤运交通”）成立于 1999 年 12 月，前身为广东粤迪交通有限公司。2000 年，广东省交通集团有限公司（以下简称“交通集团”）成为公司控股股东。2002 年，公司更名为广东南粤物流股份有限公司。2005 年，公司在香港上市（股票简称：粤运交通；股票代码：3399.HK），新发行 12,545.45 万股，股本变更为 41,764.19 万元。2013 年 8 月，公司更名为现名。2015 年 6 月，公司以 2014 年底的总股本为基数，向全体股东每 10 股发 2 股股票股利，此外，公司以股本溢价转增股本，每 10 股转增 3 股，公司股本变更为 62,646.28 万元。2016 年 3 月，公司完成交通集团所持本金额 28,181.00 万元的永久次级可换股证券，按换股价每股 1.63 元全部转换为公司内资股股份。截至 2017 年底，公司股本总数为 79,984.78 万元，交通集团持有公司 74.12%的股份，实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：交通领域的高新技术开发；投资开发交通网络，投资交通运输业、高速公路服务业；工业生产资料（不含金、银、化学危险品）、建筑材料的批发和零售（新设店铺应另行报批）；加工和销售沥青、湖沥青材料；代办货物中转，代办组织货源业务，经营和代理各类商品和技术的进出口，但国家限定或禁止进出口的商品技术除外；省际班车客运，市际班车客运；省际包车客运，市际包车客运（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。2017 年公司经营范围未发生变化。

公司本部设有综合事务部、财务管理部、人力资源部、党群工作部（工会办）、监察审计部、安全生产监督管理部、投资发展部、资源开发部、物流与服务管理部、客运管理部、技术管理部和证券法务部共 12 个职能部门；截至 2017 年底，公司拥有全资及控股子公司 111 家，公司员工总数 20,979 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 88.14 亿元，负债合计 52.21 亿元，所有者权益 35.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.92 亿元。2017 年，公司实现营业收入 72.48 亿元，净利润 5.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.02 亿元。

公司注册地址：广东省广州市机场路1731-1735号8楼；法定代表人：禤宗民。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月 28 日发行广东粤运交通股份有限公司 2014 年公司债券（第一期），债券简称：14 粤运 01；债券代码：122478.SH。债券发行规模 4.00 亿元，发行期限为 7 年，票面利率为 4.20%，附公司第 5 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券于 2015 年 11 月 13 日在上海交易所上市交易。

公司于 2015 年 12 月 17 日发行广东粤运交通股份有限公司 2014 年公司债券（第二期），债券简称：14 粤运 02；债券代码：136108.SH。债券发行规模 3.8 亿元，发行期限为 5 年，票面利率为 3.58%，附公司第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券于 2016 年 1 月 28 日在上海交易所上市交易。

“14 粤运 01”和“14 粤运 02”票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金一起支付，由交通集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2017 年底，公司已将“14 粤运 01”和“14 粤运 02”募集资金全部用于补充流动资金，公司债

券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。公司已于 2017 年 9 月 28 日兑付了“14 粤运 01”自 2016 年 9 月 28 日至 2017 年 9 月 27 日期间年度利息；公司已于 2017 年 12 月 18 日兑付了“14 粤运 02”自 2016 年 12 月 17 日至 2017 年 12 月 16 日期间年度利息。

三、行业分析

2017 年，随着交通运输行业供给侧结构性改革的进一步深化，以及“四纵四横”高铁网的建成与高铁普及，消费升级下旅客出行选择更趋多元化，航空、高铁出行方式表现出强劲的消费属性，而共享经济下顺风车、网络租车的流行，以及私家车自驾的分流效应，使道路运输发送旅客人数的减少成为常态。但道路客运网络特有的高密度性、分布面的广泛性，以及灵活性和高渗透性，在短途客运和城镇末梢的支线运输服务方面仍占据优势。

道路旅客运输方面，2017 年度全国公路旅客发送量为 145.9 亿人次，较上年下降 5.4%；累计完成旅客周转量 9,765.1 亿人公里，较上年下降 4.5%。而铁路和民航 2017 年度完成的旅客运输量分别较上年增长 9.6%与 13.0%；完成的旅客运输周转量分别较上年增长 7.0%和 13.5%。公路在综合交通运输服务体系中的比重持续下滑，道路运输发送旅客量占旅客运输发送总量的比重已由 2016 年 81.41%下降至 78.82%；道路运输完成旅客运输周转量占旅客运输周转量的比重由 2016 年的 32.88%下降至 29.76%。“公铁竞争”压制汽车票价水平，同时产业链整合成本上升、叠加资金、人力等运营成本问题，道路客运市场竞争压力增大，道路运输企业业绩承压明显，道路运输企业毛利率呈下降态势，行业已进入微利经营阶段。

道路货物运输方面，2017 年全国公路货物运输累计完成货运量 368 亿吨，较上年增长 10.1%，在货物运输总量的占比为 76.76%；实现货物运输周转量 66,712.5 亿吨公里，较上年增长 9.2%，在货物运输周转总量的占比为 34.01%。在我国经济平稳增长、结构优化的背景下，物流行业总体需求处于稳定增长态势。目前物流业处于降本增效的转型期，而物联网技术推动物流业的信息化、标准化和智能化，提升物流运行效率，将推动现代物流业的快速发展。

汽车客运业务的燃油成本占总成本的比重较高。在客票价格实行政府指导定价的背景下，燃油价格波动对汽车客运企业的经营影响较大。2017 年，国内成品油价格经历了 16 轮调整，其中 10 次上调，6 次下调，7 次搁浅。累计分别上调汽油价格每吨 365 元、柴油价格每吨 350 元。虽然政府采取对农村客运、城市公交给予运输补贴，对班线客运实施油价与票价联动机制，但燃油价格的频繁波动仍给公路客运企业的经营带来较大成本管控压力。此外，近年来我国劳动力成本的上升，也使得行业盈利下滑压力加大。

从行业管理来看，我国采取对客运线路和客运企业的等级制管理。交通部门对于不同的客运线路划分等级，并根据企业的运输能力、资产规模、车辆条件、经营业绩、安全状况和服务质量等开展企业经营资质认定，高资质的企业可以运营更高等级的线路，从而在线路审批制之下拥有更高的市场地位，例如道路客运一级经营资质的客运企业可经营所有客运线路，线路长度不限，并可直接向交通部申请在全国范围内设立子公司或分公司，而四级企业只能经营省内县市之间的线路，且运行长度不得超过 400 公里。从市场格局看，当前我国道路客运行业经营企业众多、运输服务结构相似，道路客运行业存在一定的区域壁垒，尚未形成全国性市场，同时中低等级道路客运业务由于进入门槛较低，呈现出竞争分散、市场集中度较低的市场格局。

“十三五”期间，我国交通基础设施投资规模仍将保持高位运行，全社会客货运输量也将保持中高速发展。而城镇化进程和动力转换的不断加快、新一代信息技术的广泛应用、“互联网+”深入

实施、改革红利持续释放，都为道路运输转型升级注入强大动力。

总体看，随着高铁、私家车等其他交通工具的逐步完善，将对地区公路运输客流量造成一定的分流，道路旅客运输需求下滑；同时，油价波动、人工成本的上升也给行业内企业带来较大的成本管控压力。

四、管理分析

2017 年，公司原董事费大川退休离任，原独立董事彭晓雷因个人事务原因离任；截至 2017 年底，公司董事 9 人。根据公司章程，董事会应由 11 名董事组成，但暂时缺席 2 名董事不影响公司董事会表决。2017 年，原监事杜宛晏离任，公司委任张德优先生为监事；原监事张德优离任，委任练越斌为监事；原高管柯琳离任，委任曹植英为高管。

公司党委委员、纪委书记、工会主席曹植英女士，1971 年生，硕士研究生学历，高级工程师专业技术任职资格；曾任广东虎门大桥有限公司监控中心经理，广东省公路建设有限公司运营管理部部长，广东省公路建设有限公司虎门二桥分公司党支部书记、副总经理及工会主席。现任公司党委委员、纪委书记、工会主席。

2017 年，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式。

总体看，公司新任高管具有丰富的行业经验，可以满足公司的经营需要。

五、经营分析

1．经营概况

2017年，公司实现营业收入72.48亿元，较上年小幅下降1.00%，主要系材料物流服务收入有所减少所致。公司主营业务收入在营业收入中的占比为96.60%，主营业务突出。

从收入构成来看，公司主营业务主要由出行服务、现代物流和资源开发三大板块构成。其中，出行服务板块仍是公司主营业务收入重要的来源，主要包括境内运输、高速公路服务、跨境运输及站场业务；现代物流板块主要为材料物流服务业务；资源开发板块主要由太平立交服务业务构成。2017年，公司材料物流服务、高速公路服务和境内运输业务收入在主营业务收入中的占比分别为36.29%、13.09%和32.03%，而跨境运输和广深高速太平互通立交的运营及收费等业务占比相对较低。2017年，公司材料物流服务实现收入25.41亿元，较上年下降15.27%，主要系材料物流项目基本完工，材料供应量下降所致；公司境内运输实现收入22.43亿元，较上年下降5.43%；公司高速公路服务业务收入为9.16亿元，较上年增长9.05%，主要系公司服务区数量增加所致。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
材料物流服务	29.99	42.04	5.03	25.41	36.29	9.03
境内运输	23.70	33.23	21.13	22.43	32.03	20.17
高速公路服务	8.40	11.78	26.76	9.16	13.08	18.60
太平立交服务	1.97	2.76	81.98	2.13	3.04	78.57
建造合同	0.25	0.35	35.65	0.18	0.26	23.57
跨境运输	2.25	3.15	15.29	2.28	3.26	15.35
站场业务	2.24	3.14	3.16	2.09	2.98	-8.15

其他服务	2.54	3.56	19.06	6.34	9.05	16.22
合计	**71.33**	**100.00**	**15.93**	**70.02**	**100.00**	**16.35**

资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2017年，公司主营业务的毛利率为16.35%，较上年上升0.42个百分点，主要系收入占比较高的材料物流服务业务毛利率上升所致。分板块来看，2017年，公司材料物流服务业务毛利率为9.03%，较上年上升4.00个百分点，主要系材料结算价格受市场影响较上年有所上升所致；公司境内运输业务毛利率为20.17%，较上年减少0.96个百分点，变动不大；公司高速公路服务业务毛利率为18.60%，较上年下滑8.16个百分点，主要系公司高速公路服务自营业务增加，折旧及人工成本相应增长所致。

总体看，2017 年，受材料供应量下降的影响，公司营业收入小幅下滑，营业收入仍主要来源于材料物流服务业、高速公路服务和境内运输业务；公司整体毛利率略有提升。

2．道路客运及配套服务

公司道路运输业务的运营主体为子公司广东省汽车运输集团有限公司，该公司是全国首批七家一级汽车客运企业之一。2017 年，公司境内运输业务实现营业收入 22.43 亿元，较上年下降 5.43%主要系公司票价较高的长途客运业务下降所致；毛利率为 20.17%，较上年减少 0.96 个百分点。

2017 年，公司境内运输业务规模较上年稳定增长。截至 2017 年底，公司拥有 3,822 个客运线路牌、1,622 条线路以及营运车辆 8,540 台。其中，客运班车 2,875 辆，城市公交 4,651 辆，出租车 708 辆及包车等其他车辆 306 辆。2017 年，公司实现 203 辆承包车回收自营，其中农村客运 38 辆；截至 2017 年底，公司共有 6,360 辆自营车辆，自营率为 74.35%，较上年提高了 8.95 个百分点。当年公司班线数与客运量较上年有所增长，主要为短途及公交业务贡献。

表 2　2016~2017 年公司客运班线和客运量统计（单位：辆、条、个、万人次）

项目	2016 年	2017 年
汽车辆数	7,820	8,540
班线数	1,461	1,622
客运线路牌	3,775	3,822
自营班车客运量	5,211.84	5,260.61

资料来源：公司年报

2017 年，公司拓展“交通+旅游”业务，累计开发“旅运结合”线路 93 条，利用平时部分车辆空载座位，以低价运游通票吸引旅游客源；智慧交通方面，公司在线售票业务增速明显，“粤运交通”及“粤港巴士”微信公众号已逐步成为在线境内、跨境运输业务营销推广重要平台，2017 年“粤运交通”微信活跃用户数为 151 万人，累公司实现微信售票 167.11 万张，实现微信售票总额 12,020.83 万元。

2017 年，公司按照“并购—整合—增长”战略，一方面重点推进湛江、茂名地区运输资源并购工作，另一方面，鼓励下属地区运输企业对本区域内道路运输资源进行并购整合，提升区域市场占有率。其中子公司肇庆市粤运汽车运输有限公司完成对怀集县粤运城乡公共交通有限公司的收购，清远市粤运汽车运输有限公司完成对阳山县顺通运输服务有限公司的收购。

2017 年，公司实现跨境运输收入 2.28 亿元，毛利率为 15.35%，均与上年基本持平。

总体看，2017 年，公司境内运输业务收入略有下降，但公司道路运输及配套服务业务在省内仍保持覆盖面较广的道路客运服务网络，未来随着公司运输资源并购整合的推进及运输站场网络的拓

展，公司汽车运输及配套服务规模或将进一步提升。

3．高速公路相关服务

2017 年，公司高速公路服务业务实现收入 9.16 亿元，较上年增长 9.05%，主要系公司服务区及便利店数量增加所致。2017 年，公司推进服务区商业开发模式，将以往公司接受高速公路业主的委托对服务区进行经营管理的单一模式，转由对服务区进行主导规划、自主投资建设和商业开发的经营模式，共完成了勒流、石坝、安塘及沙溪 4 对服务区商业升级改造。截至 2017 年底，公司已开业服务区 210 个，较上年增加 11 个。

公司服务区的营业成本主要包括商品采购成本、固定资产折旧、服务区承包费、投资摊销，人工及水电费等；运营模式为公司租赁服务区场地（商铺）给商户收取租金，此外公司在服务区还有部分自营的便利店、加油站。

在便利店方面，公司稳步推进粤运零售战略发展规划，加快便利店网络布局。公司根据《广东粤运交通股份有限公司零售网络实施方案（2015~2019）》，积极拓展高速公路服务便利店与客运站便利店，并计划向三、四线城市和乡村市场扩张，建设覆盖全省的零售连锁经营网络，同时与小快件网络、汽车租赁网络、票务网络、物流配送网络、生产资料供应网络形成协同。截至 2017 年底，公司已开业便利店 434 间（其中高速公路服务区便利店 271 间，客运站场便利店 163 间），较上年增加 132 间。

在加油站建设方面，公司加油站建设总投资额 1.73 亿元，2017 年完成新增服务区“粤运能源”4 个加油站建设投营，完成 2 个服务区到期油站回收工作，投资额 0.93 万元。截至 2017 年底，公司共有油站 162 座，较上年增加 8 座，其中自营油站 20 个，其余加油站经营模式为承包给商户，公司收取承包费用；另一方面，加强业务协同，实现“粤运能源”向公司旗下客运企业供油，进一步降低燃油成本。

总体看，2017 年，受服务区数量增加影响，公司高速公路相关服务业务收入有所增长。

4．材料物流服务

公司材料物流服务业务的运营主体主要为公司本部及子公司广东南粤物流实业有限公司（以下简称“南粤物流”），公司材料物流服务主要是高速公路及其他大型基建项目的材料物流管理业务。以高速公路基建项目为基点，采用采购与供应链一体化物流模式，为客户提供从工程材料采购、仓储配送、项目现场供应管理到材料信息咨询等全过程的物流服务。公司为 5A 级钢铁流通企业。

公司采购工程材料主要包括钢材、水泥和沥青。在钢材和水泥采购方面，公司与大型钢厂和水泥厂进行长期合作，保证项目所需钢材和水泥的足量、及时供应，通过批量采购的方法保障成本的稳定；在沥青的仓储、加工、销售、码头装卸业务方面，2012 年 6 月，公司东莞储运中心码头正式开港运营，成为交通集团第一个拥有开放码头的沥青物流储运基地（中心库）。2016 年，公司完成了东莞码头项目的竣工验收工作，并取得码头经营许可证，业务范围在原有沥青接驳装卸的基础上，拓展至钢材、煤炭等散货的接卸于中转。2017 年，公司实现沥青入库 19.00 万吨和沥青出库 18.49 万吨，较上年分别下降 4.52%和 12.74%；接驳沥青船 39 艘，较上年减少 2 艘。

材料供应方面，2017 年，公司共完成 25 个项目的材料供应建设项目，其中交通集团内项目 4 个；交通集团外项目 21 个。2017 年，公司共完成钢材供应 42.76 万吨、水泥 60.76 万吨、沥青 14.04 万吨，较上年分别下降 24.60%、71.54%和 39.87%，主要系材料物流项目基本完工所致；2017 年，公司中标项目 14 个，较上年增加 2 个。

表 3　2016~2017 年公司材料供应情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年
交通集团外项目供应量	83.82	103.41
其中：钢材	30.54	36.47
沥青	2.26	13.97
水泥	51.02	52.97
交通集团内项目供应量	209.72	14.15
其中：钢材	26.17	6.29
沥青	21.09	0.07
水泥	162.46	7.79
合计	**293.54**	**117.56**

资料来源：公司年报

由于公司材料物流业务毛利率较低及存在一定价格风险，公司于 2017 年 12 月与广州粤运投资管理有限公司（以下简称“粤运投资”）签订资产置换协议，出售南粤物流 100%股权，以置换从事道路运输业务的梅州市粤运汽车运输有限公司（以下简称“梅州粤运”）100%股权。资产置换完成后，公司材料物流业务收入规模将有所减少。

总体看，2017 年，材料物流服务业务作为公司最大收入来源，受材料供应量下降影响，收入规模持续下降；随着资产置换的完成，公司材料物流业务收入规模将有所减少。

5．重大事项

2017 年 12 月 21 日，公司与粤运投资签订《广东粤运交通股份有限公司与广州粤运投资管理有限公司之资产置换协议》，出售南粤物流 100%股权，以置换从事道路运输业务的梅州粤运 100%股权。根据广东联信资产评估土地房地产估价有限公司出具的评估报告（联信评报字【2017】第 A0821 号、联信评报字【2017】第 A0815 号），评估基准日 2017 年 9 月 30 日采用资产基础法评估的南粤物流和梅州粤运股权评估值分别为 31,446.76 万元和 28,608.76 万元，资产置换的差额 2,838.00 万元将以现金的方式支付，公司拟将资产置换所得款项净额用作补充流动资金。

梅州粤运主要在广东省梅州市从事道路运输业务，包括提供省际、市际、县际及农村道路运输服务、城乡一体化公共运输及客运站营运。在梅州市拥有 10 个三级或以上的客运站，271 条客运专线（包括 30 条省际班线及 129 条市际班线）及 888 辆运营车辆。

总体看，待资产置换完成后，公司材料物流业务收入规模将有所减少，道路客运业务网络将得到扩展。

6．经营关注

（1）燃油价格波动的风险

汽车运输是公司最重要的业务之一，燃油（包含液化天然气）支出是该业务最主要运营成本之一，因此燃油价格波动对该板块的经营影响较大。燃油价格是由国际市场油价及国家对燃油价格的调控政策等因素而综合决定的，未来的价格走势具有一定的不确定性。如果未来燃油价格持续上升，将对公司的汽运板块盈利能力稳定性构成一定的负面影响。

（2）其他运输方式的竞争风险

在交通运输行业内，公路与民航、铁路、水路之间均存在一定的替代性，公路与铁路在中、短途运输市场竞争激烈。随着经济发展及交通基础设施投资力度的加大，高速铁路、城际轨道交通对公路运输的冲击日益增加，公司道路客运业务存在其他运输方式替代的风险。

（3）宏观经济波动对材料物流服务业务产生的风险

公司材料物流服务业务主要是为高速公路及其他大型基建项目提供材料物流管理服务，而大型基建项目建设需求与国民经济整体运行状况及国家固定资产投资规模、城市化发展进程等密切相关。如果宏观经济波动导致高速公路等基础设施类工程项目建设需求发生变化，将直接影响公司材料物流服务业务，进而对公司的营业收入产生不利影响。

7．未来发展

在发展目标上，未来公司将围绕交通优势资源，不断优化业务组合，将公司打造成具有突出竞争优势、集道路运输、高速公路服务、现代物流、商业地产、广告传媒于一身的综合性集团，使客户、员工、股东价值最大化。

在出行服务方面，公司突破创新服务区商业开发模式，加快推进大槐停车区“侨乡小镇”主题扩建项目，积极推进黎溪、电白、白沙、浪网 4 个服务区商业升级改造项目，致力将服务区打造为集物流配送、商贸服务、旅游服务、休闲娱乐及交通枢纽等功能为一体的开放型交通商业综合体，同时积极推进“粤运能源”品牌战略，加快推进大槐、金灶等服务区“粤运能源”加油站建设投营，继续推进服务区到期油站回收，努力获取城市加油站资源，逐步扩大粤运加油站销售网络，公司将按照“并购—整合—增长”的发展模式，积极寻找其他地区运输公司潜在合作机会，继续加大力度推进承包车回收自营，致力扩张道路客运网络规模；现代物流方面，继续做好在建项目及中标项目的材料供应管理，逐步开展便利店、汽车配件、油品等的仓储配送业务，稳妥完成南粤物流股权与梅州粤运股权的资产置换；资源开发方面，确保太平立交的资产营运安全，以提升广告资源直营比例与降低空置率为重要抓手，积极建设资源开发能力、行销管道拓展能力。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司2017年财务报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。会计政策变更方面，公司自2017年5月28日起执行财政部制定的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，采用未来适用法处理；自2017年6月12日起执行经修订的《企业会计准则第16号——政府补助》，采用未来适用法处理；2017年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30号），采用追溯调整法。合并范围方面，截至2017年底，公司共有合并范围内子公司111家，其中新增子公司12家，不再纳入合并范围的子公司3家，对公司合并财务报表影响不大，且公司主营业务未发生重大变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司总资产为 88.14 亿元，较年初增长 14.54%。其中，流动资产合计占 42.11%，非流动资产合计占 57.89%，公司资产仍以非流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计37.12亿元，较年初增长22.70%，主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产以货币资金（占48.86%）、应收账款（占23.60%）、预付款项（占8.66%）、

其他应收款（占11.05%）和存货（占5.05%）为主。

截至2017年底，公司货币资金为18.14亿元，较年初增长12.65%，主要为银行存款；其中受限货币资金为0.12亿元，为履约保函保证金、房改房维修基金、旅行社质量保证金，受限比例较低。公司应收账款账面价值为8.76亿元，较年初增长40.47%，增长主要来自材料物流业务；公司应收账款账龄普遍较短，账龄在3个月以内的占比74.09%；公司对应收账款累计计提坏账准备0.64亿元，计提比例为6.82%。公司预付款项为3.21亿元，较年初增长37.47%，主要系公司预付的货款和燃油费增加所致；2017年公司预付款项余额为7.96亿元，计提坏账准备为4.74亿元，主要为账龄超过3年的上游客户拖欠的4.74亿元材料款全部计提坏账准备所致。公司已对此拖欠行为提起诉讼并获胜诉，鉴于债务人的财务状况，公司对上述款项全部计提坏账准备，计提较为充分（详见公司诉讼情况）。公司其他应收款账面价值4.10亿元，较年初增长11.78%，主要为应收押金保证金、政府补助款、员工备用金等，其中1年以内的其他应收款占比为44.33%，1~2年的占15.31%，2~3年的占4.24%，3年以上的占36.12%；公司对其他应收款累计计提坏账准备0.69亿元，计提比例为14.43%。公司存货净额1.88亿元，较年初增长38.14%，主要为库存商品、原材料及在建开发产品；公司对存货计提跌价准备0.46亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 51.02 亿元，较年初增长 9.26%，主要系公司固定资产等增加所致。公司非流动资产以长期股权投资（占 6.51%）、固定资产（占 49.38%）、在建工程（占 5.60%）、无形资产（占 20.40%）和其他非流动资产（占 7.99%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 3.32 亿元，较年初增长 39.77%，主要系公司增加对联营企业投资所致；投资收益以权益法核算。公司固定资产 25.20 亿元，较年初增长 9.30%，主要系公司运输设备增加所致。从构成上看，公司固定资产以房屋及建筑物（占 29.85%）和运输设备（占 58.24%）为主，累计计提折旧 21.46 亿元，公司固定资产成新率为 53.99%，成新率较低。公司在建工程 2.86 亿元，较年初增长 38.53%，新汽车站站场土建工程等在建项目投入增加所致。公司无形资产净值 10.41 亿元，较年初增长 5.65%，主要包括土地使用权、站场特许经营权及收费桥梁特许经营权、线路牌使用权及线路经营权，无形资产累计摊销 4.87 亿元。公司其他非流动资产 4.08 亿元，与年初基本持平，主要为预付服务区承包经营费、预付土地出让金及待抵扣进项税等。

截至 2017 年底，公司受限资产 5.77 亿元，其中货币资金为 0.12 亿元，固定资产为 3.43 亿元，无形资产为 2.00 亿元，投资性房地产 0.22 亿元，占资产总额的比例为 6.55%，受限比例较低。

总体看，2017 年，公司资产规模稳定增长，现金类资产较为充裕；资产结构仍以非流动资产为主，流动资产中预付款项计提坏账准备规模较大，非流动资产中以固定资产和无形资产为主，资产流动性一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 52.21 亿元，较年初增长 21.12%，主要系流动负债增长所致。公司负债以流动负债为主（占 59.75%），占比较年初略有上升。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 31.19 亿元，较年初增长 27.36%，主要系短期借款、应付票据和应付账款增长所致。公司流动负债以短期借款（占 6.82%）、应付票据（占 25.03%）、应付账款（占 25.60%）、预收款项（占 6.19%）、应付职工薪酬（占 5.72%）、应交税费（占 5.46%）和其他应付款（占 18.94%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 2.13 亿元，较年初增长 372.90%，主要为信用借款（占 75.66%）和信用证质押借款（占 24.34%）。公司应付票据 7.81 亿元，较年初增长 68.84%，全部为银行承兑汇票。公司应付账款 7.98 亿元，较年初增长 19.22%，主要系公司材料物流服务业务应付供应商采购款增长所致。公司预收款项为 1.93 亿元，较年初下降 17.67%，主要为预收客户材料款项以及高速公路沿线加油站预收承包款等。公司应付职工薪酬 1.78 亿元，较年初增长 8.22%。应交税费 1.70 亿元，较年初增长 27.44%，主要为增值税和企业所得税。公司其他应付款 5.91 亿元，较年初变化不大，主要为保证金和往来款等。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 21.01 亿元，较年初增长 12.91%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债以长期借款（占 23.80%）、应付债券（占 36.90%）、长期应付款（占 7.34%）、长期应付职工薪酬（占 7.15%）和递延收益（占 23.38%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 5.00 亿元，较年初增长 115.15%，其中信用借款 3.85 亿元，抵押借款 1.15 亿元。公司长期借款中于 2019 年到期的占 11.55%，于 2020 年到期的占 33.11%，于 2021 年及以后到期的占 55.34%，还款期限较为分散。截至 2017 年底，公司应付债券 7.75 亿元，为公司 2015 年 9 月发行的公司债“14 粤运 01”4.00 亿元和 2015 年 12 月发行的公司债“14 粤运 02”3.80 亿元，两期债券分别于 2022 年 9 月和 2020 年 12 月到期，公司应付债券的集中偿付压力不大。公司长期应付款 1.54 亿元，较年初增长 20.77%，主要为融资租赁款的增加；公司长期应付款主要为融资租赁款、保证金等，其中融资租赁款已计入公司长期债务核算。公司长期应付职工薪酬 1.50 亿元，较年初下降 7.28%，主要为离退休福利。公司递延收益为 4.91 亿元，较年初下降 7.44%，主要为与资产相关的政府补助和加油站承包款等。

截至 2017 年底，公司全部债务 25.40 亿元，较年初增长 50.93%，其中短期债务占 45.08%，长期债务占 54.92%，短期债务占比有所上升。2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.23%、41.41%和 27.96%，较年初分别上升 3.22 个百分点、8.20 个百分点和 4.27 个百分点，公司债务压力有所上升。

总体看，2017 年，公司负债规模有所上升，仍以流动负债为主；债务规模有所增长，短期债务规模上升较快。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 35.93 亿元，较年初增长 6.16%，主要系公司未分配利润的增长所致。归属于母公司所有者权益 23.92 亿元，较年初增长 11.30%，其中股本占 33.44%，资本公积占 5.23%，盈余公积占 7.43%，未分配利润占 53.95%，未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2017 年，公司营业收入 72.48 亿元，较上年小幅下降 1.00%，主要系受项目完工材料供应量下降影响，公司材料物流服务收入下降所致。2017 年，公司实现净利润 5.27 亿元，较上年增长 15.17%。2017 年，公司营业利润率为 17.88%，较上年上升 1.21 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 8.06 亿元，较上年变化不大。公司期间费用仍以管理费用为主，占 82.08%。2017 年，公司管理费用为 6.62 亿元，较上年下降 1.05%；财务费用 0.56 亿元，较上年增长 15.60%，主要系公司债务规模增长所致。2017 年，公司费用收入比为 11.12%，较上年提高 0.06 个百分点，变化不大。

利润构成方面，2017 年，公司其他收益 1.71 亿元，主要是公交线路营运补助、新能源车运营补助及老年人刷卡优惠乘车补贴等。公司其他收益占营业利润的比重为 24.58%，公司利润对其他收益有一定依赖；公司营业外收入为 0.22 亿元，主要为车辆报废补助等。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和总资产报酬率分别为 10.49%和 9.27%，分别较上年下降 0.18 个百分点和上升 0.57 个百分点；净资产收益率为 15.11%，较上年上升 0.87 个百分点。整体看，公司盈利能力较好。

总体看，2017 年，受材料物流服务收入下降影响，公司收入规模较上年略有下降，公司利润规模有所扩大；公司盈利能力较好。

5．现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 80.53 亿元，较上年小幅下降 0.89%，主要系公司材料物流服务收入略有下降使得销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司经营活动现金流出 73.67 亿元，与上年基本持平；公司经营活动现金流量净额 6.86 亿元，较上年下降 5.96%。从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比为 106.87%，较上年下降 1.28 个百分点，但公司收入实现质量仍较好。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额-6.56 亿元，仍为净流出状态，流出规模有所减少，主要为资产购置支出的现金。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 1.80 亿元，由净流出转为净流入，主要系 2017 年取得借款所收到的现金流入规模大幅增加，融资规模有所扩大所致。

总体看，公司经营活动现金流净流入规模有所下降，收入实现质量较好；融资规模有所扩大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率从年初的 1.24 倍下降至 1.19 倍，速动比率从年初的 1.18 倍下降至 1.13 倍；公司现金短期债务比由年初的 2.56 倍下降至 1.62 倍，公司现金类资产对短期债务保障能力有所减弱，但仍处于较好水平。整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司 EBITDA 为 12.78 亿元，较上年增长 9.62%，主要系折旧和利润总额增加所致。公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成，分别占 34.23%和 55.15%。公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.69 倍下降至 0.50 倍，公司 EBITDA 对债务的保障程度一般；EBITDA 利息倍数由上年的 19.60 倍下降至 19.40 倍，公司 EBITDA 对债务及利息的保障程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司无对外担保情况。

重大诉讼方面。公司向广州市中级人民法院对唐山市税后轧钢一厂、唐山兴业工贸集团有限公司、唐山市开平区兴业轧制厂等提出诉讼，以追回上述被告拖欠公司就采购钢材所支付的预付款 47,406.55 万元。广州市中级人民法院已于 2011 年 6 月 7 日作出判决，判处上述被告偿还公司支付的预付款并支付违约金，判决已于 2011 年 6 月 30 日生效。债务人唐山兴业工贸集团有限公司因资不抵债向唐山市开平区人民法院申请破产，2014 年 2 月 28 日法院裁定受理了其破产申请。2015 年 3 月，唐山兴业工贸集团有限公司破产管理人通知公司，唐山市开平区人民法院已受理唐山市税后轧钢一厂、唐山兴业工贸集团有限公司、唐山市开平区兴业轧制厂等七家关联企业合并破产案件。广州市中级人民法院受理的上述案件在执行过程中因被执行人均为合并破产案件的破产企业，法院已裁定终结上述执行案件。目前，合并破产案件仍在进行中。2017 年该案件中涉及拖欠公司的材料

款已全额计提坏账准备。

截至 2017 年底，公司获得银行授信合计为 54.69 亿元，已使用 6.50 亿元，尚未使用授信余额为 48.19 亿元，间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044011101238030J），截至 2018 年 6 月 12 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

总体看，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高，短期偿债能力较强；长期偿债能力较强；公司融资渠道较为畅通，整体偿债能力较强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达18.50亿元，约为“14粤运01”和“14粤运02”公司债券本金合计（7.80亿元）的2.37倍，公司现金类资产对债券本金合计覆盖程度较高；净资产达35.93亿元，约为公司债券本金合计的4.61倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14粤运01”和“14粤运02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为12.78亿元，约为“14粤运01”和“14粤运02”公司债券本金合计（7.80亿元）的1.63倍，EBITDA对“14粤运01”和“14粤运02”覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入80.53亿元，约为“14粤运01”和“14粤运02”公司债券本金合计（7.80亿元）的10.32倍，公司经营活动现金流入量对“14粤运01”和“14粤运02”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内现代物流示范性企业，具有资产规模较大，现金类资产较为充足和现金获取能力较强的优势，公司对“14 粤运 01”和“14 粤运 02”的偿还能力很强。

八、担保方实力分析

公司债券“14粤运01”和“14粤运02”由交通集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括“14粤运01”和“14粤运02”本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

1．交通集团概况

交通集团是根据广东省委办公厅、省府办公厅粤办发[2000]9 号文，由与广东省交通厅、省人大常委会办公厅脱钩的企业及省铁路集团等共 126 户企业于 2000 年 6 月合并组建而成的特大型国有资产授权经营有限责任公司，承担着广东省重点发展公路的综合运输规划中大部分高速公路建设任务。截至 2017 年底，交通集团注册资本为 268.00 亿元，股权结构较上年底无变化。

交通集团经营范围包括：股权管理；组织资产重组、优化配置：通过抵押、产权转让、股份制改造等方式筹集资金；投资经营；交通基础设施建设；公路项目营运及其相关产业；技术开发、应用、咨询、服务：公路客货运输及现代物流业务；境外关联业务；增值电信业务。

截至 2017 年底，交通集团合并资产总额 3,725.57 亿元，负债总额 2,640.16 亿元，所有者权益 1,085.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 825.36 亿元。2017 年度，交通集团实现合并营业收入 454.25 亿元，净利润 59.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 205.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-61.87 亿元。

公司注册地址：广东省广州市越秀区白云路 83、85 号自编 605 房；法定代表人：邓小华。

2．经营分析

2017 年，交通集团实现营业总收入 454.25 亿元，其中营业收入 451.59 亿元，较上年增长 4.36%，主要是车辆通行费业务收入增长所致；利息收入 2.66 亿元。

从收入构成来看，2017 年，交通集团车辆通行费业务收入为 275.30 亿元，较上年增长 16.75%，主要系随着交通集团高速公路通车里程增长，交通集团车辆通行费业务规模扩大所致；物流与销售业务收入为 40.91 亿元，较上年增长 14.43%；道路运输业务收入为 40.77 亿元，较上年增长 9.04%，主要系交通集团加大区域道路运输资源的并购整合所致；工程施工业务收入为 85.30 亿元，较上年下降 24.53%，主要系交通集团委托代建项目承接量有所减少所致。其他业务收入在总收入中占比较小。

从毛利率来看，2017 年，交通集团综合毛利率为 37.16%，较上年变化不大。其中，车辆通行费业务毛利率为 48.58%，较上年下降 2.41 个百分点；物流与销售业务毛利率为 13.53%，较上年上升 2.11 个百分点；道路运输业务毛利率为 24.82%，较上年上升 5.12 个百分点；工程施工业务毛利率为 15.35%，较上年略有下降。

表 4　2016~2017 年交通集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费业务	235.81	54.49	50.99	275.30	60.96	48.58
物流与销售业务	35.75	8.26	11.42	40.91	9.06	13.53
道路运输业务	37.39	8.64	19.70	40.77	9.03	24.82
工程施工业务	113.03	26.12	16.59	85.30	18.89	15.35
其他业务	10.75	2.48	64.23	9.31	2.06	57.33
合计	**432.73**	**100.00**	**36.36**	**451.59**	**100.00**	**37.16**

资料来源：交通集团审计报告

总体看，2017年，交通集团营业收入有所增长，毛利率较为稳定。

（1）公路投资和经营

交通集团承担了广东省内绝大部分高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。截至 2017 年底，交通集团经营管理的 77 条高速公路总里程达到 6,168 公里，占广东省高速公路总里程的 74%（较上年上升 5.66 个百分点）。交通集团的高速公路资产包括联结广州、深圳、珠海、佛山、韶关、汕头、惠州等广东省内主要城市的路段，以及京珠高速、粤赣高速等出省通道；2017 年，交通集团新增高速公路通车里程 655 公里，占全省新增里程的 100%，其中经营性高速公路包括：兴宁至汕尾高速公路兴宁至五华段；政府还贷高速公路包括：广中江高速二期、揭阳至惠来高速公路一期（两英至惠来）、宁（波）（东）莞高速粤闽界至潮州古巷段、仁化至博罗公路一期工程、汕（头）昆（明）高速公路龙川至怀集段一期工程（龙川至连平段）、汕头至湛江高速公路云浮至湛江段共 7 条。收费期限方面，上述新通车经营性高速公路收费期限为 25 年，政府还贷高速公路收费期限均为 15 年。

高速公路运营方面，2017 年，广深高速、广韶高速、广惠高速和广乐高速是交通集团通行费收入的主要来源，在交通集团通行费收入中占比分别为 12.50%、6.35%、6.78%和 11.15%；交通集团车辆通行费收入为 275.30 亿元，较上年增长 16.75%。

高速公路建设方面，截至 2017 年底，交通集团在建的高速公路及桥梁项目共 33 个，预计总投资 4,132.62 亿元，已投资 1,454.63 亿元，未来尚需投资 2,677.99 亿元。

总体看，随着交通集团高速公路的建成通车，交通集团车辆通行费业务收入有所增长；随着存续项目、新开工项目及拟建项目的逐步推进，交通集团未来仍存在较大筹资压力。

（2）道路运输业务

交通集团道路运输业务以长途客运为主，此外还涉及短途客运、出租和公交领域，主要从事广东省内、跨省、粤港和粤澳跨境运输业务。交通集团道路运输业务经营主体主要包括粤运交通、广州粤运投资管理有限公司、威盛运输企业有限公司、岐关车路有限公司、粤港汽车运输联营有限公司和广东省拱北汽车运输有限责任公司。2017 年，交通集团道路运输业务实现收入 40.77 亿元，较上年增长 9.04%，交通集团加大区域道路运输资源的并购整合所致；毛利率较上年上升 5.12 个百分点至 24.82%。

截至 2017 年底，交通集团拥有五级以上客运站场 101 个，客运班线 2,105 条，线路牌 4,876 块，客货运车辆 11,143 台。2017 年，交通集团货运量保持增长、客运量小幅下降，下属运输企业共完成客运量 35,597 万人次，完成客运周转量 1,390,278 万人公里，较上年分别下降 1.22%和增长 3.74%；完成货运量 156 万吨，完成货运周转量 22,682 万吨公里，较上年分别增长 54.46%和 54.64%。

总体看，2017 年，交通集团道路运输业务在省内仍保持覆盖面较广的运输网络，道路运输业务收入持续增长。

（3）工程施工业务

交通集团工程施工业务经营主体是广东省长大公路工程有限公司（以下简称“长大工程公司”），主要从事公路、桥梁、隧道施工，工程项目 BT 与 BOT 投资建设、高速公路养护等业务类型。2017 年，交通集团工程施工业务实现收入 85.30 亿元，较上年下降 13.40%，主要系交通集团委托代建项目承接量有所减少所致。

总体看，2017 年，受代建项目承接量减少影响，交通集团工程施工业务收入有所下降。

（4）物流与销售业务

交通集团物流与销售业务的经营主体是粤运交通及其附属公司、广州新粤沥青有限公司，商品销售仍以高速公路建设材料销售（沥青、钢筋、水泥等）为主。2017 年，交通集团物流与销售业务实现收入 40.91 亿元，较上年增长 14.43%。同期，交通集团物流与销售业务毛利率较上年增加 2.11 个百分点至 13.53%。

总体看，2017 年，交通集团物流与销售业务收入保持增长，毛利率水平略有提升。

3．财务分析

交通集团提供的 2017 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2016 年财务报表经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计会计师事务所发生变更。

会计政策变更方面，公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，采用未来适用法处理；自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，采用未来适用法处理。会计估计变更方面，根据交通集团《关于西部沿海（阳江）和广乐项目按工作计提折旧有关事宜的通知》（粤交集经【2017】38 号），《关于二广高速、汕揭高速、广贺高速按工作量法计提折旧有关事宜的通知》（粤交集经【2017】77 号），交通集团自 2017 年 1 月 1 日起对西部沿海阳江段、广乐高速、二广高速、汕揭高速、广贺高速预计总车流量进行调整，采用未来适用法进行折旧调整；根据交通集团《关于集团所属高速公路运营项目按工作量法计提折旧有关事宜的通知》（粤交集经【2015】92 号），广东开

阳高速公路有限公司因扩建将拆除的大中小桥梁及天桥，预计 2020 年 6 月 30 日拆除完毕，原会计折旧年限至收费年限结束（即 2027 年 7 月 22 日），采用未来适用法进行调整。此外，公司进行了一系列前期会计差错更正并对财务报表进行追溯重述。本报告中，2016 年相关财务数据采用公司 2017 年度财务报表调整后的期初余额或上年发生额。

合并范围方面，截至 2017 年底，交通集团新纳入合并范围子公司 20 家，不再纳入合并范围子公司 5 家，合并范围有所变化，主营业务没有变化，财务数据可比性较强。

资产质量

截至 2017 年底，交通集团资产总额 3,725.57 亿元，较年初增长 3.53%。资产总额中流动资产占比为 8.86%，非流动资产占比为 91.14%，以非流动资产为主。

截至 2017 年底，交通集团流动资产为 330.14 亿元，较年初下降 14.90%，主要系货币资金减少所致。交通集团流动资产主要包括货币资金（占 59.25%）、预付账款（占 10.08%）、存货（占 14.39%）和其他应收款（占 7.59%）。其中，货币资金为 195.60 亿元，较年初下降 24.41%，主要为银行存款，其中受限资金为 13.38 亿元，主要为中央银行法定准备金；预付款项 33.27 亿元，较年初下降 3.65%，主要为预付的未结算工程款；存货 47.50 亿元，较年初增长 19.89%，主要由建造合同形成的工程施工 30.56 亿元（已完工未结算款）、原材料 2.91 亿元等构成；其他应收款账面价值 25.06 亿元，较年初下降 15.88%，主要为预分配利润及暂付款项和工程垫款等，其中按账龄计提坏账准备的其他应收款账面余额 8.28 亿元，账龄在 1 年内的占比 86.93%，整体账龄较短，公司对其他应收款累计计提坏账准备 3.59 亿元，计提比例为 12.52%。

截至 2017 年底，交通集团非流动资产 3,395.43 亿元，较年初增长 5.76%，主要系固定资产的增加所致。交通集团非流动资产主要由固定资产（占 62.88%）、在建工程（占 21.85%）和无形资产（占 9.24%）构成。其中，固定资产为 2,135.04 亿元，较年初增长 8.03%，主要系在建路产完工转入所致。主要由路产（占比 92.29%）构成，其余为土地资产、建筑物、机器设备、运输工具等。固定资产累计折旧 764.24 亿元，累计减值 0.16 亿元，固定资产成新率为 73.64%，成新率一般。在建工程为 741.78 亿元，较年初下降 5.65%，主要系 2017 年交通集团汕湛高速揭西大溪至博罗西坝段等项目转入固定资产所致。无形资产 313.57 亿元，较年初增长 13.08%，主要为 BOT 建设项目特许经营权（占 84.20%），其余为土地使用权、线路经营权及线路牌使用权、收费桥梁特许权及软件等，累计摊销 7.71 亿元。

截至 2017 年底，交通集团受限资产 2,823.32 亿元，主要为收费权质押 2,733.88 亿元，其余为货币资金 13.38 亿元，固定资产 3.55 亿元，投资性房地产 0.22 亿元，无形资产 1.35 亿元及广深珠高速公路一切财产及收费权质押 70.95 亿元，占资产总额的比例为 75.78%，受限比例较高。

总体看，交通集团资产以非流动资产为主，资产规模大，货币资金充足；但受限资产占比较高。

负债及所有者权益

截至2017年底，交通集团负债合计2,640.16亿元，较年初增长1.97%。交通集团负债中流动负债占比为16.15%，非流动负债占比为83.85%，资产与负债结构较匹配。

截至2017年底，交通集团流动负债426.51亿元，较年初增长10.43%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。交通集团流动负债以应付账款（占31.26%）、预收款项（占9.92%）、其他应付款（占20.13%）以及一年内到期的非流动负债（占25.03%）为主。其中，应付账款133.34亿元，较年初下降13.17%，主要为应付待结算工程款；预收款项42.30亿元，较年初下降3.63%，主要为预收的未结算工程款，账龄集中在一年以内；其他应付款85.86亿元，较年初增长2.31%，主要为应付工程质量保证金、应付工程履约保证金等；一年内到期的非流动负债余额为106.76亿元，较年初增长59.46%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券转入所致。

截至2017年底，交通集团非流动负债合计2,213.65亿元，较年初变化不大。交通集团非流动负债主要由长期借款（占86.11%）和应付债券（占11.87%）构成。其中，长期借款1,906.28亿元，较年初增长1.54%，其中1,674.57亿元为质押借款，质押物为部分高速公路收费权；应付债券262.75亿元，较年初下降7.07%，主要系20.00亿元“11粤交通MTN1”转入一年内到期的应付债券所致。

截至2017年底，交通集团全部债务为2,433.29亿元，较年初增长1.49%，其中长期应付款中的融资性售后回租已计入长期债务核算。债务结构以长期债务为主（占89.46%），交通集团债务结构基本与其资产结构相匹配。截至2017年底，交通集团资产负债率为70.87%，全部债务资本化比率为69.15%，长期债务资本化比率为66.73%，分别较年初下降1.09个百分点、1.22个百分点和1.52个百分点。

截至2017年底，交通集团所有者权益为1,085.41亿元，较年初增长7.56%，主要系收到省级交通建设专项资金使得资本公积增加所致。截至2017年底，交通集团归属于母公司所有者权益825.36亿元，其中实收资本占比为32.47%，资本公积占比为44.90%，未分配利润占比为18.24%，其中资本公积370.57亿元，较年初增长13.93%，主要为项目资本金（占93.29%）。

交通集团所有者权益结构稳定性较好。

总体看，2017年交通集团债务结构仍以长期债务为主，债务规模有所增长；所有者权益稳定性较好。

盈利能力

2017 年，交通集团营业收入 454.25 亿元，较上年增长 4.45%，主要系交通集团车辆通行费收入增加所致；2017 年，交通集团净利润为 59.20 亿元，较上年增长 17.25%，其中归属于母公司的净利润为 33.98 亿元。

期间费用方面，2017年，交通集团期间费用为100.13亿元，较上年增长5.54%。公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，分别占30.05%和68.65%。2017年，公司管理费用为30.08亿元，较上年下降4.32%；财务费用68.73亿元，较上年增长10.81%，主要系公司有息负债增长所致。2017年，公司费用收入比为22.04%，期间费用占比略有上升，费用控制能力有待提高。

2017年，交通集团投资收益12.73亿元，较年初增长10.07%，主要为权益法核算的长期股权投资收益，占营业利润的比重为15.72%，投资收益对营业利润的贡献一般。

从盈利能力指标看，2017 年，交通集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.76%、4.18%和 5.65%，较上年分别上升 0.30 个百分点、0.32 个百分点和 0.29 个百分点。

总体看，受车辆通行费收入增加影响，交通集团营业总收入有所增长，费用控制能力有待提高；整体盈利能力一般

现金流

2017 年，交通集团经营活动现金流量净额为 205.17 亿元，较上年增长 23.34%，主要系交通集团收入增长所致；现金收入比为 96.87%，较上年增长 1.01 个百分点，仍保持在较高水平；随着高速公路建设项目的推进，交通集团投资活动现金仍保持大规模净流出状态，流出规模较上年略有扩大，交通集团投资活动产生的现金流量净额为-227.95 亿元；筹资活动现金由净流入转为净流出状态，为-38.51 亿元，主要系筹资规模下降所致。

总体看，交通集团高速公路业务获取现金的能力稳定，经营活动现金流净额规模扩大；随着高速公路建设的持续推进，投资活动现金仍保持大规模净流出状态；筹资活动通道通畅。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底交通集团流动比率和速动比率分别由从年初的1.00倍和

0.90倍下滑至0.77倍和0.66倍；现金短期债务比由年初的1.13倍下降至0.77倍，现金对短期债务覆盖能力一般。总体看，交通集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年交通集团EBITDA为263.70亿元，较上年增长20.64%，主要系交通集团利润总额增加所致。EBITDA利息倍数为2.59倍，较上年的2.05倍有所提升，EBITDA对利息的覆盖能力较强；EBITDA全部债务比为0.11倍，较上年上升0.02个百分点，EBITDA对全部债务的覆盖能力较弱。总体看，交通集团长期偿债能力一般。

截至2017年底，交通集团无重大未决诉讼。

截至2017年底，交通集团对外担保余额165.92亿元，担保比率15.29%，其中交通集团于2005年发行15亿元“05粤交通/05粤交通债”，由中国农业银行广东省分行提供担保，交通集团子公司广东省高速公路有限公司为中国农业银行广东省分行提供不可撤销的反担保；交通集团对“人保-广东高速公路项目债权投资计划”提供保证担保，担保余额150.00亿元，交通集团计划未来回购相关股权，同时交通集团得到股权质押反担保，整体看交通集团或有负债风险较小。

截至2017年底，交通集团无银行授信，因交通集团实际使用授信金额较小，2014年开始主要国有银行对交通集团到期的授信合同不再续签。

根据交通集团提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044010400901500C），截至2018年5月18日，交通集团无未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

总体看，交通集团短期和长期偿债能力一般，但综合考虑交通集团具有总资产和净资产规模大、货币资金充裕、盈利水平和经营获现能力强等特点，交通集团的整体偿债能力很强。

4．债权保护效果

以 2017 年底财务数据为依据，“14 粤运 01”和“14 粤运 02”（本金合计 7.80 亿元）的债券发行规模占担保方交通集团资产总额的 0.21%、所有者权益总额的 0.72%、经营现金流入量的 1.63%，整体占比很低，交通集团对“14 粤运 01”和“14 粤运 02”的保护程度很高。

总体看，2017 年，“14 粤运 01”和“14 粤运 02”担保方交通集团资产规模进一步扩大，综合实力得到进一步提升，其担保对“14 粤运 01”和“14 粤运 02”信用状况具有明显积极的提升作用。

九、综合评价

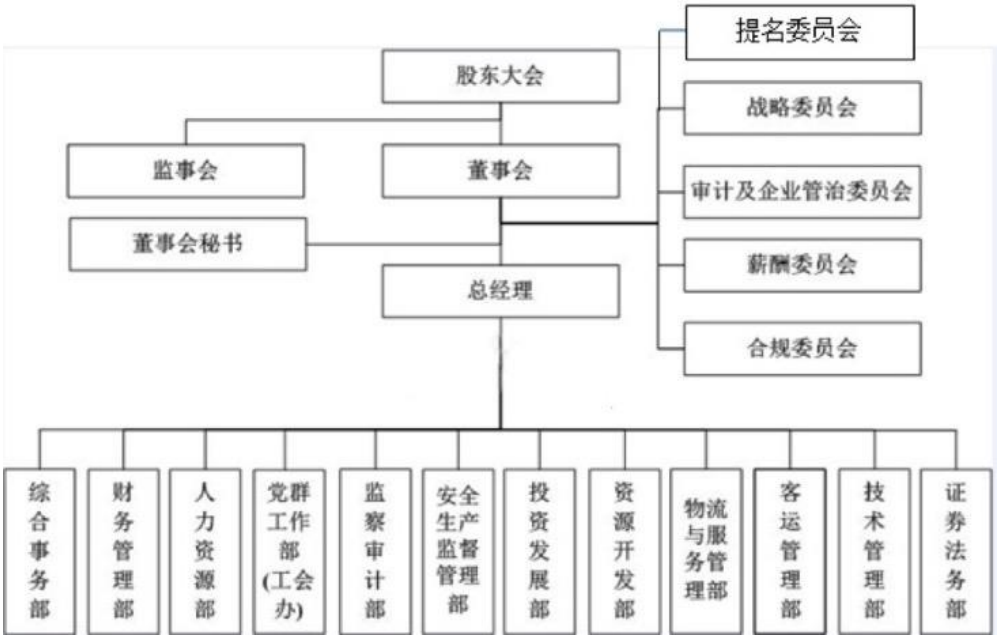
2017 年，公司作为广东省综合性交通服务企业，道路运输及配套服务业务在省内仍保持覆盖面较广的道路客运网络，高速公路服务业务收入稳定增长；现金类资产较为充裕，资产质量较好，债务压力轻。同时，联合评级也关注到高铁等其他交通工具分流等不利因素持续给公路交通运输业务带来压力，受材料供应量下降影响，材料物流服务业务收入规模持续下降，预付款项计提坏账准备规模较大及短期债务规模有所增加等因素可能给公司信用水平造成不利影响。

未来，随着广东省区域经济的发展，以及公司高速公路等基础设施项目的竣工运营，公司的盈利能力有望得到提升。

“14 粤运 01”和“14 粤运 02”由交通集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，2017 年，交通集团在广东省高速公路行业中仍保持较强竞争优势，主要业务板块收入及毛利率较为稳定，资产规模大，货币资金充足，其担保对本次债券的信用状况具有明显积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“14 粤运 01”和“14 粤运 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　广东粤运交通股份有限公司
组织结构图



附件 2　广东粤运交通股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	76.95	88.14
所有者权益（亿元）	33.85	35.93
短期债务（亿元）	6.32	11.45
长期债务（亿元）	10.51	13.95
全部债务（亿元）	16.83	25.40
营业收入（亿元）	73.21	72.48
净利润（亿元）	4.58	5.27
EBITDA（亿元）	11.66	12.78
经营性净现金流（亿元）	7.29	6.86
应收账款周转次数（次）	10.65	8.88
存货周转次数（次）	52.56	35.97
总资产周转次数（次）	0.96	0.88
现金收入比率（%）	108.15	106.87
总资本收益率（%）	10.67	10.49
总资产报酬率（%）	8.70	9.27
净资产收益率（%）	14.24	15.11
营业利润率（%）	16.66	17.88
费用收入比（%）	11.06	11.12
资产负债率（%）	56.01	59.23
全部债务资本化比率（%）	33.21	41.41
长期债务资本化比率（%）	23.69	27.96
EBITDA 利息倍数（倍）	19.60	19.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.69	0.50
流动比率（倍）	1.24	1.19
速动比率（倍）	1.18	1.13
现金短期债务比（倍）	2.56	1.62
经营现金流动负债比率（%）	29.77	21.98
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.49	1.64

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异，系四舍五入造成；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、本报告将长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务。

附件 3　广东省交通集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	3,598.38	3,725.57
所有者权益（亿元）	1,009.16	1,085.41
短期债务（亿元）	228.23	256.42
长期债务（亿元）	2,169.26	2,176.87
全部债务（亿元）	2,397.49	2,433.29
营业收入（亿元）	434.89	454.25
净利润（亿元）	50.49	59.20
EBITDA（亿元）	218.58	263.70
经营性净现金流（亿元）	166.34	205.17
应收账款周转次数(次)	32.41	29.88
存货周转次数（次）	5.79	6.51
总资产周转次数（次）	0.13	0.12
现金收入比率（%）	95.86	96.87
总资本收益率（%）	3.47	3.76
总资产报酬率（%）	3.86	4.18
净资产收益率（%）	5.37	5.65
营业利润率（%）	35.35	36.83
费用收入比（%）	21.82	22.04
资产负债率（%）	71.96	70.87
全部债务资本化比率（%）	70.38	69.15
长期债务资本化比率（%）	68.25	66.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.05	2.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.11
流动比率（倍）	1.00	0.77
速动比率（倍）	0.90	0.66
现金短期债务比（倍）	1.13	0.77
经营现金流动负债比率（%）	43.07	48.10

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异，系四舍五入造成；2、本报告长期应付款中的融资性售后回租计入长期债务核算。

附件 4　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务，EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。