信用评级公告

联合〔2021〕5701 号

联合资信评估股份有限公司通过对广东粤运交通股份有限公司及其发行的相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东粤运交通股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“14 粤运 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

广东粤运交通股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
14 粤运 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 粤运 01	4.00 亿元	3.91 亿元	2022/09/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

发行人评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	行业风险	3
			宏观和区域风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	盈利能力	4
			现金流量	1
			资产流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，广东粤运交通股份有限公司（以下简称“公司”）作为广东省综合性交通服务企业，在广东省内仍保持覆盖面较广的道路客运服务网络，高速公路服务区经营业务具有一定专营性，并获得一定外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到疫情对公司经营产生不利影响、预付款项存在回收风险等因素给公司信用水平造成不利影响。

未来，随着公司高速公路服务区建设的持续推进，公司业务协同效应增加，公司的收入规模有望得到提升。

“14 粤运 01”由公司股东广东省交通集团有限公司（以下简称“交通集团”），经联合资信评定，交通集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保有效提升了本期债券的本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“14粤运01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **高速公路服务区经营业务具有一定专营性。**公司作为股东交通集团下属唯一的高速公路服务区经营主体，公司拥有广东省内数量最多的高速公路服务区经营权。
2. **公司道路客运网络在广东省仍覆盖较广，得到一定的外部支持。**跟踪期内，公司在广东省内仍保持覆盖面较广的道路客运服务网络，高速公路服务区经营业务具有一定专营性，在政府补贴方面获得一定的外部支持。
3. **担保增信。**担保方交通集团提供的担保对“14 粤运 01”的本息偿付的安全性具有有效提升作用。

关注

1. **疫情对公司经营产生不利影响。**公司收入和利润主要来自道路客运及高速公路服务区经营业务，2020 年新冠肺炎疫情对公司经营产生不利影响，经营亏损。
2. **预付款项存在回收风险。**公司流动资产中预付款项计提减值准备规模较大，存在回收风险。

分析师：

霍正泽　　登记编号（R0150221050004）
崔　莹　　登记编号（R0040218080002）
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	11.67	11.81	12.57
资产总额（亿元）	105.13	110.95	110.53
所有者权益（亿元）	35.06	34.87	31.50
短期债务（亿元）	5.70	12.72	11.26
长期债务（亿元）	33.70	32.23	38.51
全部债务（亿元）	39.40	44.95	49.77
营业收入（亿元）	65.32	66.57	55.86
利润总额（亿元）	4.73	4.97	-2.39
EBITDA（亿元）	12.62	16.24	10.14
经营性净现金流（亿元）	4.35	14.92	11.46
营业利润率（%）	16.98	15.18	3.98
净资产收益率（%）	9.31	10.47	-10.01
资产负债率(%)	66.65	68.57	71.50
全部债务资本化比率(%)	52.91	56.32	61.24
流动比率(%)	92.88	74.82	82.60
经营现金流动负债比(%)	15.84	44.43	37.05
现金短期债务比（倍）	2.05	0.93	1.12
EBITDA 利息倍数(倍)	7.20	8.26	4.60
全部债务/EBITDA(倍)	3.12	2.77	4.91
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	29.15	30.39	30.03
所有者权益（亿元）	14.56	13.58	14.53
全部债务（亿元）	7.87	10.35	10.01
营业收入（亿元）	8.52	6.18	2.78
利润总额（亿元）	2.03	1.25	0.97
资产负债率（%）	50.06	55.32	51.59
全部债务资本化比率(%)	35.08	43.26	40.77
流动比率（%）	128.62	81.14	137.99
经营现金流动负债比(%)	-4.11	11.02	-4.11

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 租赁负债已调整至长期债务
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
14 粤运 01	AAA	AA	稳定	2020/06/18	张　蔚 倪　昕	一般工商企业信用评级办法（原联合信用评级有限公司评级方法）（2019 年）	阅读全文
14 粤运 01	AAA	AA	稳定	2015/09/22	周　旭 唐玉丽	收费公路企业信用分析要点（原联合信用评级有限公司评级方法）（2013 年）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东粤运交通股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广东粤运交通股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东粤运交通股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

2020 年，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元，较 2019 年末无变化，其中广东省交通集团有限公司（以下简称“交通集团”）持有公司 74.12%的股份。公司实际控制人仍为广东省人民政府国有资产监督管理委员会。

2020 年，公司职能定位和经营范围未发生变化，公司仍为广东省综合性交通服务企业，在广东省内仍保持覆盖面较广的道路客运服务网络，高速公路服务区经营业务具有一定专营性。公司的组织架构有所调整，原监察审计部更名为纪检审计部（见附件 1-2），部门的职能未发生变化。截至 2020 年末，公司拥有直属子公司 23 家。

截至 2020 年末，公司资产总额 110.53 亿元，所有者权益 31.50 亿元（其中少数股东权益 10.79 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 55.86 亿元，利润总额-2.33 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：褚宗民。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月末，联合资信所评“14 粤运 01”尚需偿还债券余额 3.91 亿元。公司已按期偿付“14 粤运 01”的利息及部分本金。

截至 2020 年末，公司已将“14 粤运 01”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。

表1　2021年5月末公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 粤运 01	4.00	3.91	2015/09/28	7（5+2）年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济与政策环境分析

1、宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30% ，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。

其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3.GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下

降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，

居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中国人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2019－2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019－2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年末提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，2015－2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。

表 3　2015－2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比（%）	绝对值	同比（%）
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

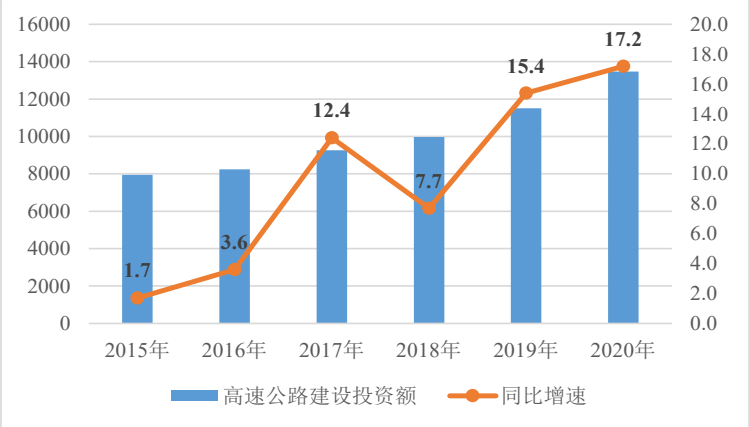
运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1　2015－2020 年中国高速公路建设投资情况（单位：亿元、%）



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比为 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019 年，中国高速公路通行费总收入同比增长 7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 13.29%，通行费收支缺口扩大至 4673.94 亿元，较上年增加 816.63 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019 年占 78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表 4　2015－2019 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
					绝对值	同比（%）
通行费收入（亿元）	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额（亿元）	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出（亿元）	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口（亿元）	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的比较优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债

务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021 年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。

根据《国家公路网规划（2013－2030 年）》，到 2030 年中国将建成总规模约 11.8 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。2021 年 3 月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域经济概况

2020 年，广东省区域经济和财政实力持续增强。广东省高速公路发展形势较好。

根据《2020 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年广东省实现地区生产总值 110760.94 亿元，较上年增长 2.3%。其中，第一产业增加值 4769.99 亿元，较上年增长 3.8%；第二产业增加值 43450.17 亿元，较上年增长 1.8%；第三产业增加值 62540.78 亿元，较上年增长 2.5%；第一、二、三次产业增加值的比例为 4.3:39.2:56.5。

经济的发展带动广东省财政实力的增强。2020 年广东省一般公共预算收入 12921.97 亿元，较上年增长 2.1%；税收收入占一般公共预算收入的比重为 76.47%。全年一般公共预算支出 17484.67 亿元，较上年增长 1.0%。广东省财政自给率[1]为 73.90%。

交通运输领域，根据《广东高速公路网规划（2020－2035 年）》，2020 年至 2035 年，全省高速公路新开工建设里程约 3260 公里，2021 年至2025年，广东省计划新开工项目45项1837公里，总投资约 5199 亿元，主要组织实施珠三角地区干线扩容、跨江跨海通道和出省通道等重大项目，以及粤港澳大湾区辐射粤东西北地区的干线通道。

综合来看，2020 年，广州市地区经济不断发展，广东省高速公路行业发展形势较好，公司作为股东交通集团下属唯一的高速公路服务区经营主体，具有良好的发展前景。

[1] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

六、基础素质分析

1. 产权状况

2020 年，公司实际控制人未发生变化，仍为广东省人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元，较 2019 年末无变化。

2. 企业规模及竞争力

公司是广东省内领先的综合运输物流服务提供商，截至 2020 年末，公司经营范围涉及道路客运及配套服务、高速公路服务区经营、能源业务、零售业务、招商业务、广告业务和太平立交运营等多个业务板块，道路客运是公司最重要的主营业务之一。公司拥有完整的道路运输业务体系，该业务的市场占有率在广东省内排名第一。

3. 外部支持

公司在财政补贴方面获得一定的外部支持。

作为广东省综合性交通服务企业，广东省各地市政府对公司给与支持，2020 年，公司收到广东省各地市政府拨付的财政补贴款共计 5.63 亿元。其中，燃油补贴款 1.06 亿元，冲减营业成本；公交线路营运补助、新能源车运营补助、老年人刷卡乘车补贴款等政府补贴 3.54 亿元，计入其他收益；新能源购车补贴、固定资产改造补贴等政府补贴 1.03 亿元，计入递延收益。

4. 企业信用记录

根据企业信用报告（自主查询版，中征码为：4401000001901879），截至2021年6月24日，公司本部无未结清不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人管理体制和管理制度等方面无重大变化。

公司原执行董事黄文伴于 2020 年 11 月 20 日获任公司董事，原执行董事文忤先生于 2020 年 11 月 20 日离任，原公司执行董事及董事长禤宗民先生于 2021 年 3 月 31 日由于退休的原因辞任，同时一并辞去其所担任的提名委员会、战略委员会及合规委员会主席。截至 2021 年 5 月 31 日，股东大会还未决定董事长人选。以上变动为公司正常人事变动。

跟踪期内，公司管理架构、管理体制等未发生重大变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司营业务收入规模较上年有所下降，收入构成仍以出行服务业务收入为主，毛利率较上年有所降低。

2020 年，公司实现营业收入 55.85 亿元，同比下降 16.10%，主要系出行服务收入减少所致。从收入构成来看，出行服务板块仍是公司营业收入的重要来源，主要包括道路客运及配套、高速公路服务区经营及太平立交运营。道路客运及配套业务收入较 2020 年大幅下降 39.32%，主要系疫情影响导致客流量下降所致；高速公路服务区经营收入有所增长，主要系公司将广东中粤通油品经营有限公司（以下简称“中粤通”）纳入合并范围，中粤通自收购日起实现营业收入 6.66 亿元，从而导致高速公路服务区经营收入增长。材料物流业务收入随着存量业务的逐步完成继续下降，未来公司材料物流业务将逐步退出。

毛利率方面，2020 年，受购置新能源纯电动车增加折旧摊销成本和新冠疫情的影响，道路客运及配套毛利率较上年大幅下降，使得出行服务的毛利率大幅下降。公司营业收入综合

毛利率较上年下降 3.55 个百分点。

表5　公司营业收入构成表（单位：亿元、%）

业务	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出行服务	61.78	92.80	16.80	53.67	96.09	4.90
道路客运及配套	37.87	56.89	13.09	22.98	41.15	-13.73
高速公路服务区经营	22.53	33.84	19.39	30.04	53.79	18.27
太平立交运营	1.38	2.07	75.56	0.66	1.18	44.70
材料物流	4.72	7.10	3.04	2.10	3.77	0.83
其他	0.07	0.10	10.90	0.08	0.14	11.82
合　计	**66.57**	**100.00**	**15.82**	**55.85**	**100.00**	**12.27**

资料来源：公司提供

2. 出行服务

（1）道路客运及配套

2020年，受新冠肺炎疫情影响，道路客运及配套业务的客流量和实载率同比大幅下降，公司的道路客运及配套业务收入和毛利率同比均大幅下降。

2020年，公司的道路客运及配套业务范围未发生变化，仍覆盖了香港、粤东、粤西以及珠三角的主要城市，业务主要包括汽车运输和站场服务。汽车运输业务是公司向乘客提供市内、广东省内以及广东与香港两地跨境运输的客运服务和公共交通服务；站场服务业务是公司的客运站场为车队提供车票代售、车队停放等有偿站场配套服务。截至2020年末，公司拥有客运站场87个，较2019年末减少3个。

2020年，道路客运及配套业务取得营业收入22.98亿元，较上年下降39.32%，主要系受疫情影响，广东省政府实施了出行管控，客流量大幅下降所致。

2020年，公司道路客运及配套业务板块的毛利率为-13.73%，较上年下降幅度较大，主要系疫情影响和公司新购置新能源纯电动车，折旧摊销成本增加所致。

公司跨境运输客运业务由公司子公司粤港汽车运输联营有限公司经营，产生的收入包含在道路客运及配套中。公司为粤港澳大湾区内最大的运输企业，其联营企业广东港珠澳大桥穿梭巴士有限公司为港珠澳大桥口岸穿梭巴士服务的唯一营运商。2020 年公司跨境运输业务实现营业收入为 0.34 亿元，相较 2019 年的 3.16 亿元，同比下降 89.24%，主要系客流量大幅下降所致。2020 年公司跨境运输客运业务运载旅客 1218922 人次，日均 3340 人次，与 2019 年相比下降 92%。除此之外，在道路救援业务方面，2020 年服务里程 6207 公里，较上年增长 11.08%。

（2）高速公路服务区经营

公司拥有广东省内数量最多的高速公路服务区经营权，业务仍具有一定专营性。2020 年，受益于自营加油站数量的增加和新增子公司，公司高速公路服务区经营业务收入同比有所增长；随着公司服务区整体建设的持续推进和扩张，未来高速公路服务区经营业务仍将为公司的收入增长点。

公司服务区运营收入来自于加油站运营收入、自营便利店运营收入、服务区（商铺）租金收入、广告业务收入等。公司服务区营业成本主要包括汽油采购成本、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。截至 2020 年末，公司已开业服务区 354 个，较上年末增加 24 个。

能源业务（加油站运营）

2020 年，公司实现能源业务收入 21.08 亿元，较上年增长 64.30%，主要系新增高速公路服务区自营加油站和收购中粤通所致。

截至 2020 年末，公司拥有经营权的加油站数量为 207 座，较上年末增加 18 座。其中对外承包经营的加油站 136 座，自建自营的加油站 50 座，在建加油站 6 座，其余加油站经营模式为承包给商户，公司收取承包费用。2020 年，子公司广东通驿高速公路服务区有限公司向中粤通进行单方面增资，增资完成后公司共计持有中粤通 51%的股权，纳入公司合并范围。中粤通主要从事经营、管理加油站、加气站，机动车燃料零售（面向终端客户）、燃气经营等。中粤通自购买日（2020 年 1 月 9 日）至 2020 年 12 月 31 日，实现营业收入 6.66 亿元，从而导致公司 2020 年能源业务收入较上年有所增加。

充电站建设方面，公司充电桩经营模式为服务费分成和收取固定租金两种模式。截至 2020 年末，公司在 218 个服务区设有充电站，相较 2019 年末增加 90 个；充电桩数量达到 438 个，相较 2019 年末增加 74 个，充电站网络覆盖进一步扩大。

公司将进一步拓宽和扩张能源网络规模，加快推进平塘、镇隆、上砂、圣堂、横荷等服务区超过 10 座新建自营油站的建设和投营，计划到 2021 年末实现自建自营油站数量达到 60 座，逐步完善高速公路自营油站网络。

零售业务

2020 年，公司实现便利店业务收入 4.61 亿元，较上年减少 12.85%，主要系受疫情影响客流量减少所致。公司便利店业务运营主要为自营和加盟模式。截至 2020 年末，公司已开业便利店 606 间，较 2019 年末增加 30 间。

招商业务

招商业务的收入由商铺租金收入和招商收入组成。2020 年，公司实现招商业务收入 3.17 亿元，较上年增长 1.00%。2020 年，公司继续推进服务区商业开发模式，对服务区进行主导规划、自主投资建设和商业开发。公司持续提升服务区商业地产的运营能力，推进服务区的综合开发，完成瓦窑岗和陆河 2 对服务区商业升级改造。公司招商业务依托广东省较大的高速公路车流量，具有一定的规模优势。

广告业务

公司广告业务立足高速公路沿线，对服务区和道路运输广告资源开发整合。2020 年，公司实现广告传媒收入 1.19 亿元，较上年减少 7.75%，主要系受疫情影响业务同比减少所致。截至 2020 年末，公司广告媒体资源数量共 589 个，较上年末增加 6 个。

3. 未来发展

2021年，公司将继续加快企业转型升级步伐，抓好运输主业结构调整和资源整合，努力降低运输生产成本，发挥全面预算管理的协调、监控、参谋与预警作用，盘活和利用各种闲置资源，提升站场商业价值，继续推进能源、便利店零售、服务区开发业务发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度的财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年末，公司共有直属子公司 23 家公司，较上年末减少两家子公司，已完成相应的工商注销。注销的两家公司规模较小，总体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模保持稳定，资产结构仍以非流动资产为主。公司的流动资产中预付款项计提减值准备规模较大，存在回收风险。非流动资产中以固定资产和使用权资产为主，符合行业特点，能够给公司带来稳定的现金流，整体资产质量尚可。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较上年末下降 0.38%，构成仍以非流动资产为主。

表 6　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**25.13**	**22.65**	**25.55**	**23.12**
货币资金	11.81	10.64	12.57	11.37
应收账款	3.83	3.45	3.97	3.59
预付款项	2.69	2.42	2.03	1.84
其他应收款	5.19	4.68	5.29	4.79
非流动资产	**85.82**	**77.35**	**84.97**	**76.88**
固定资产	38.88	35.05	38.71	35.02
使用权资产	19.18	17.29	21.92	19.83
无形资产	10.91	9.83	10.35	9.36
资产总额	**110.95**	**100.00**	**110.53**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末变化不大。截至 2020 年末，公司货币资金较上年末增长 6.49%，其中受限货币资金为 0.16 亿元，受限比例较低。公司应收账款较上年末增长 3.76%，变化幅度较小；公司应收账款账龄普遍较短，账龄在 3 个月以内的占 71.77%，公司对应收账款计提坏账准备 0.60 亿元。公司预付款项较上年末下降 24.68%，主要系预付的货款减少所致。公司预付款项余额为 6.71 亿元，计提坏账准备为 4.69 亿元，主要为账龄超过 3 年的上游客户拖欠的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）。公司的预付款项计提减值准备规模较大，存在回收风险。公司其他应收款较上年末增长 1.93%，变化较小，主要为应收押金保证金、政府补助款和员工备用金等。

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末下降 0.99%，变化较小。截至 2020 年末，公司固定资产较上年末减少 0.46%，变化较小；公司固定资产以房屋及建筑物（占 39.91%）和运输设备（占 50.82%）为主，累计计提折旧 30.73 亿元，固定资产成新率为 85.07%。公司使用权资产较上年末增长 14.29%，主要系公司新增服务区所致。公司无形资产净值较上年末变化不大，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 6.79 亿元。

截至 2020 年末，公司受限资产 10.94 亿元，其中货币资金为 0.16 亿元，固定资产为 3.86 亿元，无形资产为 2.51 亿元，使用权资产 4.42 亿元，受限资产占资产总额的比例为 9.90%。

3．资本结构

公司所有者权益由于未分配利润的减少有所下降，其中少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 31.50 亿元，较 2019 年末下降 9.66%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 65.75%，少数股东权益占比为 34.25%。公司所有者权益为 31.51 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 25.39%、0.60%、6.76%和 33.41%。截至 2020 年末，公司的实收资本和资本公积均较上年末无变化。

公司全部债务规模有所增长，债务结构较好，整体债务负担较重。

截至 2020 年末，公司负债总额较上年末增长 3.87%，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构转变为以非流动负债为主。

表 7　公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	**33.58**	**44.14**	**30.93**	**39.14**
短期借款	2.21	2.91	5.94	7.52
应付账款	8.12	10.68	6.79	8.59
其他应付款	8.18	10.75	8.10	10.25
一年内到期的非流动负债	9.96	13.09	5.32	6.73
非流动负债	**42.50**	**55.86**	**48.09**	**60.85**
长期借款	9.77	12.84	13.17	16.66
租赁负债	18.48	24.29	21.41	27.09
递延收益	5.58	7.34	6.11	7.73
负债总额	**76.08**	**100.00**	**79.03**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较上年末下降 7.88%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。截至 2020 年末，公司短期借款较上年末增长 168.51%，主要为信用借款和抵押借款。公司应付账款较上年末下降 16.48%，主要为应付购车款、应付运费等。公司其他应付款较上年末变动不大，主要为保证金、代收代付款和往来款等。公司一年内到期的非流动负债较上年末下降 46.54%，其中将于一年内到期的长期借款 2.43 亿元、租赁负债 2.68 亿元。

截至 2020 年末，公司非流动负债较上年末增长 13.16%。截至 2020 年末，公司长期借款较上年末增长 34.84%，主要包括银行借款及向广东省交通集团财务公司的借款。公司长期借款中于 2022－2023 年到期 2.19 亿元，2024 年及之后到期 10.98 亿元，还款较为集中。公司租赁负债较上年末增加 15.86%，其中融资租赁款项已纳入长期债务核算。公司递延收益较上年末增长 9.38%，主要为与资产相关的政府补助和加油站承包款等。

截至 2020 年末，公司全部债务（包含租赁负债）金额为 49.77 亿元，较上年末增长 10.71%。公司全部债务中长期债务占 77.38%，占比较高。2020 年末，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 71.50%、61.24%和 55.00%，较上年末分别增加 2.93 个百分点、4.92 个百分点和 6.97 个百分点。公司债务负担较重。

4．盈利能力

2020 年，公司收入规模较上年有所下降，从盈利状态变为亏损状态，盈利能力大幅下降。

2020 年，公司实现营业收入较上年下降 16.10%；营业成本较上年下降 5.07%。2020 年，公司为亏损状态，营业利润率较上年下降 11.20 个百分点。

表 8　2019－2020 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	66.57	55.86
营业成本	56.04	53.20
期间费用	9.45	9.90
其中：销售费用	0.72	0.66
管理费用	6.86	6.95
财务费用	1.87	2.30
其他收益	3.41	5.34
利润总额	4.97	-2.39
营业利润率	15.18	3.98
总资本收益率	6.97	-1.19
净资产收益率	10.47	-10.01

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 9.90 亿元，较上年变化不大。从构成看，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 6.95 亿元，较上年增长 1.26%；财务费用为 2.30 亿元，较上年增长 23.02%，主要系利息支出增长所致。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为 17.73%，较上年略有增长。

2020 年，公司其他收益较上年增长 56.87%，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。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率下降幅度较大，总资本收益率和净资产收益率较上年均大幅下降，公司盈利能力大幅下降，经营出现亏损。

5．现金流

2020 年，公司经营活动现金流净额规模有所下降，收入实现质量好，经营活动现金流可以满足公司的投资需求，公司偿债规模扩大导致筹资活动净流出。

表 9　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	76.76	66.82
经营活动现金流出小计	61.84	55.36
经营活动现金流量净额	**14.92**	**11.46**
投资活动现金流入小计	1.22	1.71
投资活动现金流出小计	15.96	9.44
投资活动现金流量净额	**-14.74**	**-7.74**
筹资活动现金流入小计	9.62	16.46
筹资活动现金流出小计	9.58	19.34
筹资活动现金流量净额	**0.04**	**-2.88**
现金收入比	107.52	108.48

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从经营活动看，2020 年公司经营活动现金流入量较上年下降 12.95%，主要系受疫情影响，道路客运业务减少，出行服务收到的现金减少所致。经营活动现金流出量较上年下降 10.49%，公司经营活动现金流量净额较上年减少 23.17%。从收入实现质量来看，2020 年公司现金收入比较上年小幅增加，公司收入实现质量好。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流仍为净流出状态，主要系服务区及自营油站支出、新能源电动车支出增加所致。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流转为净流出，主要系偿债规模扩大所致。

6．偿债能力

公司短期和长期偿债能力强，考虑到公司作为广东省综合性交通服务企业，在广东省内仍保持覆盖面较广的道路客运服务网络，高速公路服务区经营业务具有一定专营性，公司整体偿债能力很强。

表 10　公司偿债指标情况（单位：%、倍、亿元）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）
短期偿债能力指标		
流动比率	74.82	82.60
速动比率	71.97	78.84
现金短期债务比	0.93	1.12
长期偿债能力指标		
EBITDA	16.24	10.14
EBITDA 利息倍数	8.26	4.60
全部债务/EBITDA	2.77	4.91

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所上升，2020 年扣除受限资金之后的短期债务比为 1.10 倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 10.14 亿元，较上年减少 37.53%。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA 增加至 4.91 倍。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2020 年末，公司无对外担保。

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采购钢材所支付的预付款 47406.55 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。2019 年，公司获得破产分配金额 530.11 万元。截至 2021 年 5 月 31 日，合并破产案件仍在进行中。公司自 2009 年起，每年都对上述被拖欠的预付款全额计提了减值准备。

截至 2020 年末，公司获得银行授信合计为 25.80 亿元，尚未使用授信余额为 19.74 亿元，间接融资渠道通畅

7．母公司财务概况

公司营业收入主要来自子公司，母公司所有者权益稳定性一般，债务负担较轻。

母公司收入主要来自材料物流业务及太平立交运营，公司收入占比较高的道路客运业务及高速公路服务区运营业务主要来自子公司，母公司对子公司控制力较强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 30.03 亿元，占合并资产总额的 27.17%。截至 2020 年末，母公司货币资金为 6.60 亿元。

截至 2020 年末，母公司负债总额 15.49 亿元，占合并负债的 19.60%，较上年末下降 7.86%。截至 2020 年末，母公司资产负债率 51.59%，较上年末下降 3.73 个百分点；全部债务资本化比率 40.77%，较上年下降 2.48 个百分点，全部债务较上年下降 3.33%至 10.01 亿元，债务负担适中。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 14.53 亿元，占合并所有者权益的 46.14%，较上年末增长 7.06%。其中，实收资本占 55.03%、资本公积占 8.84%、未分配利润占 21.44%、盈余公积占 14.69%，所有者权益稳定性一般。

2020 年，母公司营业收入为 2.78 亿元，占合并营业收入的 4.97%。

2020 年，母公司现金短期债务比为 5.60，母公司短期偿债能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月末，公司存续债券 3.91 亿，公司对存续债券的偿还能力强。

截至2021年5月末，公司存续债券为“14粤运01”，余额共3.91亿元。“14粤运01”附有第5年末“发行人”上调票面利率选择权和投资者回售选择权。公司于2020年9月28日回售债券本金869.4万元，票面利率不调整；每年付息，到期偿还全部本金，所以在存续债券的到期时（2022年）达到存续债券待偿本金峰值。2020年无到期债券。截至2020年末，公司现金类资产12.57亿元，剔除受限资金后的现金类资产为12.41亿元；2020年经营活动现金流入量、经营

活动现金流净额和EBITDA分别为66.82亿元、11.46亿元和10.14亿元，公司对存续债券保障情况如下表：

表 11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	3.91
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	17.09
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.93
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.59

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020 年 12 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

总体看，公司经营活动现金流入量、公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强。

十一、债权保护条款分析

公司债券“14 粤运 01”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”本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

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。截至 2020 年末，交通集团注册资本为 268.00 亿元，股权结构无变化，实际控制人为广东省人民政府。

1．交通集团经营概况

2020 年，交通集团实现营业收入 406.13 亿元，较上年下降 16.79%，主要系车辆通行费业务收入减少所致。从收入构成来看，车辆通行费业务仍是公司营业收入的重要来源。

表12　交通集团营业收入情况（单位：亿元、%）

业务	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费业务	360.87	73.94	44.55	280.89	69.16	39.08
材料销售业务	37.05	7.59	7.71	50.79	12.51	7.47
客货运输业务	40.96	8.39	16.11	24.06	5.92	-13.08
服务区运营业务	21.29	4.36	13.99	30.04	7.40	18.29
工程技术	12.82	2.63	20.80	10.95	2.70	31.73
其他	15.08	3.09	28.54	9.40	2.31	34.76
合　计	**488.07**	**100.00**	**36.91**	**406.13**	**100.00**	**30.20**

资料来源：联合资信根据交通集团审计报告整理

材料销售业务和服务区运营业务的收入较上年均有所增加。公司作为交通集团下属唯一的高速公路服务区经营主体，交通集团的服务区运营业务收入全部来自于公司，受益于公司 2020 年服务区数量的增加和收购中粤通，服务区运营业务收入有所增加。客货运输业务和工程技术业务的收入较上年均减少。

2．交通集团财务分析

截至 2020 年末，交通集团合并总资产为 4462.88 亿元，较上年末增长 5.11%；所有者权益合计 1250.96 亿元，较上年末增长 0.07%。2020 年，交通集团实现营业收入 409.27 亿元，较上年下降 16.67%；利润总额 34.91 亿元，较上年下降 53.69%。

截至 2020 年末，交通集团合并总资产增长

主要系在建工程增长所致。资产构成仍以非流动资产为主，资产总额中的固定资产、在建工程和无形资产科目占比较大。交通集团固定资产为 2502.56 亿元，较上年末增加 0.04%，基本保持不变。在建工程为 919.78 亿元，较上年末增加 18.45%，主要系 2020 年继续投资建设高速公路项目所致。无形资产为 349.12 亿元，较上年末增加 9.35%。

截至 2020 年末，交通集团负债规模 3211.93 亿元，较上年末增长 7.22%，构成仍以非流动负债为主，其中长期借款和应付债券规模较大。长期借款为 2386.17 亿元，主要以质押借款为主。应付债券金额为 318.19 亿元，较上年末减少 0.80%，变化较小。

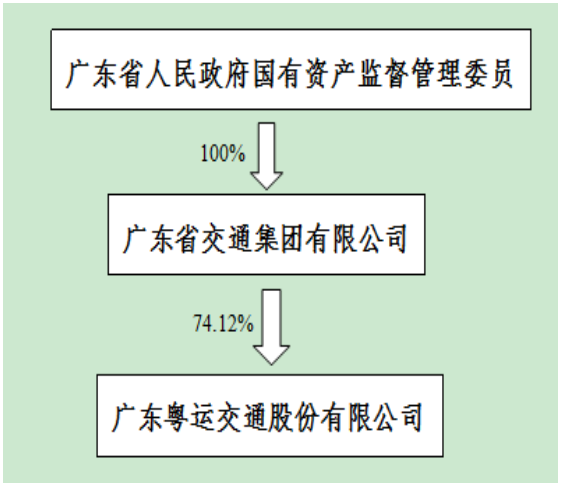
所有者权益方面，截至 2020 年末，交通集团的所有者权益较上年末增长 0.07%，主要系地方财政拨入资本金所致。交通集团的所有者权益构成中资本公积和未分配利润占比较大，分别为 469.11 亿元和 187.23 亿元。

经联合资信评定，交通集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保有效提升了本期债券的本息偿付的安全性。

十二、综合评价

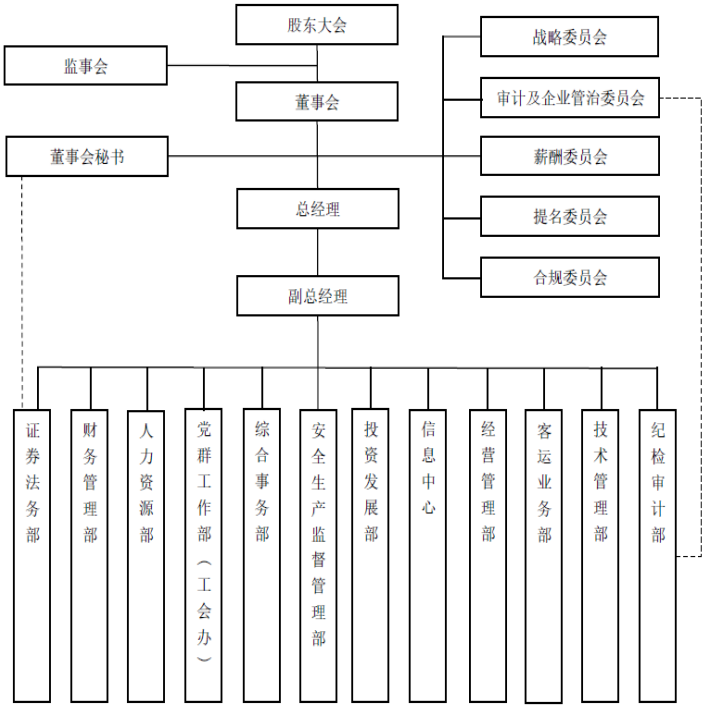
综合评估，联合资信维持公司主体信用等级为 AA，“14 粤运 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年末公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年末公司合并范围内直属子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）	取得方式
广东高速传媒有限公司	中国广东	中国广东	高速公路服务业	100.00	投资设立
广东通驿高速公路服务区有限公司	中国广东	中国广东	高速公路服务业	95.56	同一控制下的企业合并
广东省交通工程有限公司	中国广东	中国广东	房地产租赁业	100.00	同一控制下的企业合并
广东省汽车运输集团有限公司	中国广东	中国广东	投资、境内运输服务业	100.00	同一控制下的企业合并
肇庆市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	59.62	同一控制下的企业合并
广东粤运交通拯救有限公司	中国广东	中国广东	交通拯救	100.00	同一控制下的企业合并
广东粤运朗日股份有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	同一控制下的企业合并
中山市粤运同兴运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	同一控制下的企业合并
河源市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	55.28	同一控制下的企业合并
广州粤运交通运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	100.00	投资设立
清远市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	66.39	非同一控制下企业合并
韶关市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	59.69	非同一控制下企业合并
汕尾市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	非同一控制下企业合并
广东粤运发展有限公司	中国广东	中国广东	商务服务业	100.00	投资设立
茂名市电白区粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	投资设立
梅州市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	100.00	同一控制下企业合并
潮州市粤运汽车运输有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	100.00	同一控制下企业合并
珠海市拱运汽车客运站有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	100.00	同一控制下企业合并
佛山市粤运公共交通有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	同一控制下的企业合并
佛山市三水区粤运交通有限公司	中国广东	中国广东	境内运输服务业	51.00	同一控制下的企业合并
粤运交通股份（香港）有限公司	中国香港	中国香港	材料物流服务业	100.00	投资设立
粤港汽车运输联营有限公司（广州）	中国广东	中国广东	跨境运输服务业	62.00	同一控制下的企业合并
粤港汽车运输联营有限公司（香港）	中国香港	中国香港	跨境运输服务业	62.00	同一控制下的企业合并

资料来源：公司提供

附件2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	11.67	11.81	12.57
资产总额（亿元）	105.13	110.95	110.53
所有者权益（亿元）	35.06	34.87	31.50
短期债务（亿元）	5.70	12.72	11.26
长期债务（亿元）	33.70	32.23	38.51
全部债务（亿元）	39.40	44.95	49.77
营业收入（亿元）	65.32	66.57	55.86
利润总额（亿元）	4.73	4.97	-2.39
EBITDA（亿元）	12.62	16.24	10.14
经营性净现金流（亿元）	4.35	14.92	11.46
财务指标			
销售债权周转次数（次）	9.97	16.26	14.31
存货周转次数（次）	36.03	55.01	50.16
总资产周转次数（次）	0.66	0.62	0.50
现金收入比（%）	107.08	107.52	108.48
营业利润率（%）	16.98	15.18	3.98
总资本收益率（%）	6.63	6.97	-1.19
净资产收益率（%）	9.31	10.47	-10.01
长期债务资本化比率（%）	49.01	48.03	55.00
全部债务资本化比率（%）	52.91	56.32	61.24
资产负债率（%）	66.65	68.57	71.50
流动比率（%）	92.88	74.82	82.60
速动比率（%）	88.94	71.97	78.84
经营现金流动负债比（%）	15.84	44.43	37.05
现金短期债务比（倍）	2.05	0.93	1.12
EBITDA 利息倍数（倍）	7.20	8.26	4.60
全部债务/EBITDA（倍）	3.12	2.77	4.91

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 租赁负债已调整至长期债务

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.23	5.76	6.60
资产总额（亿元）	29.15	30.39	30.03
所有者权益（亿元）	14.56	13.58	14.53
短期债务（亿元）	0.48	4.94	1.18
长期债务（亿元）	7.38	5.41	8.83
全部债务（亿元）	7.87	10.35	10.01
营业收入（亿元）	8.52	6.18	2.78
利润总额（亿元）	2.03	1.25	0.97
EBITDA（亿元）	2.68	1.96	1.63
经营性净现金流（亿元）	-0.30	1.26	-0.27
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.76	3.81	2.60
存货周转次数（次）	83.98	1751.63	1425.52
总资产周转次数（次）	0.26	0.21	0.09
现金收入比（%）	138.96	119.07	133.32
营业利润率（%）	26.14	20.16	9.59
总资本收益率（%）	9.05	6.60	5.61
净资产收益率（%）	11.56	8.84	6.59
长期债务资本化比率（%）	33.65	28.50	37.78
全部债务资本化比率（%）	35.08	43.26	40.77
资产负债率（%）	50.06	55.32	51.59
流动比率（%）	128.62	81.14	137.99
速动比率（%）	128.58	81.12	137.98
经营现金流动负债比（%）	-4.11	11.02	-4.11
现金短期债务比（倍）	12.90	1.17	5.60
EBITDA 利息倍数（倍）	7.77	5.16	3.91
全部债务/EBITDA（倍）	2.93	5.27	6.14

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 租赁负债已调整至长期债务

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附件2-3 主要财务数据及指标（担保方合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	281.32	240.39	292.56
资产总额（亿元）	3979.10	4245.76	4462.88
所有者权益（亿元）	1167.83	1250.14	1250.96
短期债务（亿元）	99.77	96.95	116.71
长期债务（亿元）	2416.16	2498.33	2714.62
全部债务（亿元）	2515.92	2595.28	2831.32
营业收入（亿元）	470.37	488.07	406.13
利润总额（亿元）	92.85	75.40	34.91
EBITDA（亿元）	296.87	315.50	273.35
经营性净现金流（亿元）	244.80	272.23	149.47
财务指标			
销售债权周转次数（次）	65.75	33.89	25.93
存货周转次数（次）	8.09	6.05	5.58
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	0.09
现金收入比（%）	106.90	103.65	100.09
营业利润率（%）	37.10	36.20	29.44
总资本收益率（%）	3.97	3.68	2.93
净资产收益率（%）	5.82	4.20	1.33
长期债务资本化比率（%）	67.42	66.65	68.45
全部债务资本化比率（%）	68.30	67.49	69.36
资产负债率（%）	70.65	70.56	71.97
流动比率（%）	108.36	101.04	105.37
速动比率（%）	101.32	80.59	98.74
经营现金流动负债比（%）	69.23	72.30	40.01
现金短期债务比（倍）	2.82	2.48	2.51
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	3.55	2.65
全部债务/EBITDA（倍）	8.47	8.23	10.36

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：担保方审计报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=分配股利、利润或偿付利息支付的现金

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。