跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 961 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广东省交通集团有限公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“05粤交通/05粤交通债”及“07粤交通债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

广东省交通集团有限公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
05 粤交通/05 粤交通债	15 亿元	2005/06/29-2020/06/29	AAA	AAA
07 粤交通债	10 亿元	2007/08/07-2017/08/07	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	146.89	195.58	148.50
资产总额(亿元)	2304.49	2870.20	3247.18
所有者权益(亿元)	704.53	806.49	872.20
长期债务(亿元)	1290.65	1778.55	2093.17
全部债务(亿元)	1419.93	1938.92	2178.76
营业收入(亿元)	297.71	370.35	413.12
利润总额 (亿元)	29.50	41.25	57.78
EBITDA(亿元)	142.05	157.73	186.36
经营性净现金流(亿元)	125.59	157.43	160.37
营业利润率(%)	33.73	30.71	33.33
净资产收益率(%)	2.30	3.06	4.31
资产负债率(%)	69.43	71.90	73.14
全部债务资本化比率(%)	66.84	70.62	71.41
流动比率(%)	94.99	95.53	84.03
全部债务/EBITDA(倍)	10.00	12.29	11.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.82	1.68	1.63
经营现金流动负债比(%)	42.22	43.24	44.79

注：1、已将其他流动负债调整至短期债务和相关指标中核算；2、已将长期应付款中融资性售后回租款项调整至长期债务及相关指标中核算；3、现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

赵传第　陈茜
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，广东省交通集团有限公司（以下简称“公司”）继续保持其在广东省高速公路建设运营行业的垄断地位，资产规模持续扩大；在工程施工收入和车辆通行费收入增长的带动下，公司营业收入保持较快的增长速度，盈利能力得到提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模持续攀升，期间费用对利润总额侵蚀依然较大，存在资本支出压力等因素对其偿债能力带来的不利影响。

广东省区域经济发展水平高，高速公路网不断完善，带动路网效益增强，为公司发展提供良好的外部环境；未来，随着公司在建项目的持续推进，公司收入及利润水平有望保持稳定增长。

“05 粤交通/05 粤交通债”由中国农业银行股份有限公司（以下简称“中国农业银行”）授权其广东省分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保；“07 粤交通债”由中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）授权其广东省分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，中国农业银行和中国银行的主体长期信用等级均为 AAApi，具备极强的担保实力，有助于进一步增强上述债券偿付安全性。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“05 粤交通/05 粤交通债”及“07 粤交通债”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司继续保持广东省高速公路投资建设与运营行业的区域垄断地位，资产规模持续增长。
2. 受工程施工收入和通行费收入增长带动，公

司营业收入和利润总额快速增长，盈利能力增强。

3．公司经营活动现金流及EBITDA对存续期内债券保障能力强。

关注

1．公司高速公路投资规模大，面临一定的资本支出压力。

2．跟踪期内，公司债务规模持续攀升，长期债务负担加重。

3. 期间费用对公司利润总额侵蚀仍然较大，公司费用控制有待进一步加强。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东省交通集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东省交通集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广东省交通集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东省交通集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省交通集团有限公司主体长期信用及“05 粤交通/05 粤交通债”、“07 粤交通债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广东省交通集团有限公司（以下简称“公司”）是根据广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅粤办发[2000]9 号文中《广东省省属国有企业资产重组总体方案》的规定，将与广东省交通厅、广东省人大常委会办公厅脱钩的企业及省铁路集团等共 126 户企业合并于 2000 年 6 月组建而成的特大型国有资产授权经营有限责任公司（国有独资），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 2015 年底，公司注册资本为 268 亿元，广东省人民政府为公司唯一股东及实际控制人。

公司属交通行业，主要从事公路投资和经营、运输、物流、工程施工和设计监理等业务的经营和管理。公司经营范围为：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 2015 年底，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共 18 家，二级子公司较上年无变化；其中，广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“粤高速”，截至 2015 年底，公司持有 43.61%的股权和表决权）是 A、B 股上市公司（股票代码：000429.SZ、200429.SZ）；广东粤运交通股份有限公司（以下简称“粤运交通”，截至 2015 年底，公司持股比例 74.12%，享有表决权比例为 66.96%）为港股上市公司（股票代码：3399.HK）。

组织机构设置方面，跟踪期内，公司新增董事会办公室和高速公路养护中心，并将经营管理部下的监控中心调整为独立职能部门（组织结构图参见附件 2）。

截至2015年底，公司（合并）资产总额3247.18亿元，所有者权益872.20亿元（其中少数股东权益206.24亿元）；2015年，公司实现营业收入413.12亿元，利润总额57.78亿元。

公司地址：广州市越秀区白云路27号；法定代表人：李静。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产

开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

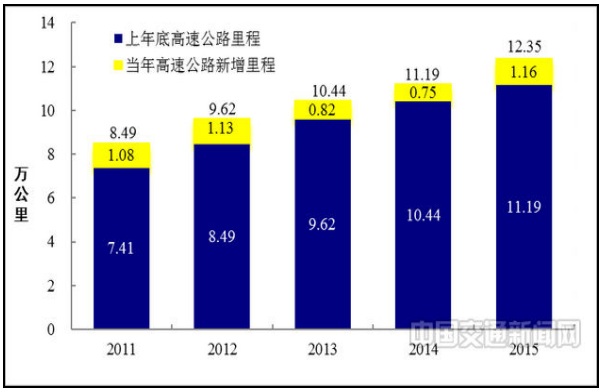
四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

高速公路建设

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程

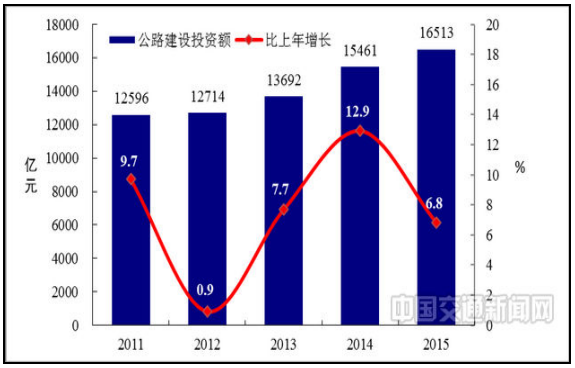


资料来源：交通运输部

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2015年底中国高速公路通车里程达12.35万公里，比上年末增加1.16万公里。截至2015年底，全国公路总里程达457.73万公里，比上年末增加11.34万公里，公路密度47.68公里/百平方公里，提高1.18公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.70%。

根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。普通国省道建设完成投资5336.07亿元，增长15.7%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2　2011~2015年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2015年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，2015年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别减少6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

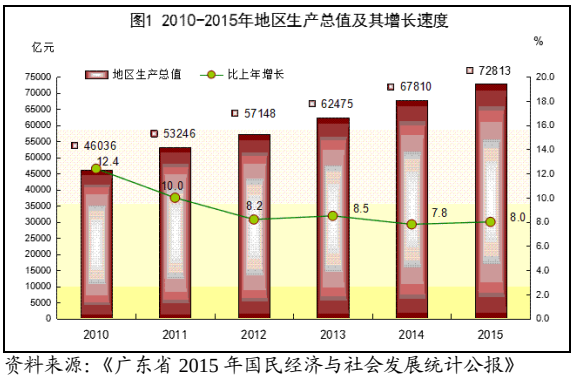
2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

2. 广东省区域环境

广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。根据《2015 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2015 年广东省实现地区生产总值（GDP）72812.55 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 3344.82 亿元，增长 3.4%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 32511.49 亿元，增长 6.8%，对 GDP 增长的贡献率为 41.2%；第三产业增加值 36956.24 亿元，增长 9.7%，对 GDP 增长的贡献率为 57.1%。三次产业结构由上年的 4.7:46.2:49.1 调整为 4.6:44.6:50.8。分区域看，珠三角地区生产总值占全省比重为 79.2%，粤东西北地区占 20.8%，粤东、粤西、粤北分别占 6.9%、7.7%、6.2%。2015 年，广东省人均 GDP 达到 67503 元，按平均汇率折算为 10838 美元。全年广东居民人均可支配收入 27859 元,比上年增长 8.5%, 扣除物价因素实际增长 6.9%。

图 3　近年广东省经济发展情况



资料来源：《广东省 2015 年国民经济与社会发展统计公报》

2015 年，广东省全年固定资产投资完成 30031.20 亿元，比上年增长 15.8%。分地区看，珠三角地区投资 20048.69 亿元，增长 14.3%；东翼投资 3613.56 亿元，增长 24.2%；西翼投资 3120.31 亿元，增长 23.2%；山区投资 3248.64 亿元，增长 10.4%。分三次产业看，第一产业投资 420.38 亿元，增长 52.5%；第二产业投资 10184.51 亿元，增长 20.8%；第三产业投资 19426.31 亿元，增长 12.8%。

2015 年，广东省全年地方一般预算收入 9364.76 亿元，增长 12.0%；其中，税收收入 7375.93 亿元，增长 13.4%。

广东省快速发展的地区经济为当地交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础，民用汽车拥有量的持续快速增长也极大地拉动了高速公路等基础设施的需求。

交通方面，2015 年全年广东省旅客运输总量 207271 万人，同比增长 7.2%，旅客运输周转量 4320.38 亿人公里，同比增长 8.9%。2015

年全年广东省货物运输总量376020万吨，同比增长6.3%，货物运输周转量15130.69亿吨公里，同比增长0.7%。铁路、公路、水路和民航、管道等运输方式中，公路运输是主要客货运输方式，2015年广东省公路旅客运输量和运输周转量分别同比增长6.9%、8.6%，货物运输量和运输周转量分别同比增长8.9%、11.0%。

2015年末，广东省公路通车里程21.60万公里，其中，高速公路里程7021公里，比上年末增长12.0%，广东省高速公路通车总里程居全国首位、2015年实现“县县通高速”。年末全省民用汽车保有量1468.15万辆，比上年末增长10.1%，其中,私人汽车1293.51万辆，增长12.4%。民用轿车保有量868.82万辆，增长12.5%，其中，私人轿车820.12万辆，增长13.6%。

“十三五”期间，广东省将推进建设综合交通运输体系，加快建设高速公路网，实现国家高速网广东段基本贯通，出省通道和粤东西北连接珠三角、相邻地市间通道便捷畅通，珠三角城市群内部快速化通道体系完备。

据广东省交通运输厅网站发布，2016年，广东省计划完成高速公路建设投资850亿元；续建项目48项/3583公里，其中计划建成通车项目9项/716公里；计划新开工项目15项/782公里。计划通车项目包括港珠澳大桥珠海连接线一期工程（横琴北互通至洪湾互通段）、西部沿海高速月环至南屏支线延长线、从莞高速东莞段一期工程云阳高速罗定至阳春段、潮惠高速二期工程、江罗高速二期工程等项目。15个项目开工建设包括汕湛高速惠州至清远段二期工程（龙门至汤塘、清远北至清新段）、潮汕环线高速（含潮汕连接线）二期工程开平至阳春高速、罗定至信宜（粤桂界）高速等。未来，广东省高速公路投资和建设仍将保持较快的增速，而随着广东省高速公路通车里程的持续增加，各条高速公路之间路网效应加强，有利于提高高速公路运营企业的收入水平。

总体看，跟踪期内，广东区域经济保持平稳较快发展，居民生活水平不断提高，汽车保有量保持较快增速；随着高速公路通车里程不断增长，路网效应持续增强，为交通类企业发展提供了良好外部环境。

五、基础素质分析

1．企业规模和竞争力

公司是广东省省属大型国有企业，总资产规模在广东省省属国有企业中位居前列。自组建以来，公司一直致力于国家和广东省规划内高速公路的投资建设与经营管理，是广东省内高速公路建设运营的龙头企业，承担了广东省内绝大部分省际、城际高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。截至2015年底，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共18家（其中粤高速和粤运交通为上市公司），净资产超过3亿元的三级子公司32家。

依托高速公路主业优势，公司还涉及道路运输及物流等行业，形成了覆盖广州、深圳、韶关、汕头、汕尾等广东省内城市，及广西、湖南、福建、江西的诸多重要城市之间的长途客货运输系统。公司下属H股上市公司粤运交通在中国道路运输协会2015年5月发布的“中国道路运输百强诚信企业（2015年）”中排名第四；粤运交通的附属公司肇庆市粤运汽车运输有限公司、清远市粤运汽车运输有限公司及韶关市粤运汽车运输有限公司分别排名第75、76和97位。

公司二级子公司广东省长大公路工程有限公司（以下简称“长大工程公司”）是具备国家公路工程施工总承包特级资质、公路行业设计甲级资质并拥有对外经营权的大型企业，跟踪期内，长大工程公司工程施工收入快速增长，带动公司主营业务收入持续增长。

2. 政府支持

政府支持方面，公司持续获得地方政府在财政补贴、税收优惠、融资等方面的大力支持。

税收优惠

长大工程公司、广东华路交通科技有限公司等4家子公司被认定为高新技术企业，2015年按15%的税率缴纳企业所得税。连平县粤运客运有限公司等5家子公司符合小型微利企业条件，2015年所得减按50%计入应纳税所得额，按20%税率缴纳企业所得税。

此外，公司下属部分子公司因符合财税[2013]37号文要求，免缴或采用优惠税率计缴增值税。

政府补助

2015年，公司获得营业外收入—政府补助合计1.81亿元，同比增长33.09%，包括燃油补贴款、运营补助等。

此外，粤高速下属控股子公司广东省佛开高速公路有限公司九江大桥分公司所属的国道325九江大桥原获交通部批准的收费年限为30年，至2015年累计收费期为25年。根据广东省交通运输厅粤交电[2013]56号文整改要求，九江大桥自2013年6月30日24时起停止收费。鉴于取消收费后的九江大桥相关资产既不再由公司拥有或控制，也不会在未来给企业带来经济利益，公司按会计准则的规定，在2013年末对该项资产进行处置，相关损失已记入2013年度营业外支出。2014年5月，公司收到广东省人民政府办公厅文件，“九江大桥提前取消收费对公司造成的损失由省予以补偿”。经核定九江大桥提前终止收费造成的损失金额为1.41亿元，拟从2015年起分3年列入国有资本经营预算安排。公司于2015年8月7日已收到九江大桥提前取消收费损失补偿资金2000万元，公司已确认该笔营业外收入。

高速公路建设资本金支持

2014年，根据粤发[2013]30号文、中国人民保险集团股份有限公司和广东省人民政府签署的《150亿元省高速公路建设资本金融资操作方案》、公司与广东粤财投资控股有限公司[1]（以下简称“粤财控股”）签署的《增资扩股协议》，为解决广东省交通基础设施建设的资本金需求，各方决定由人保资本投资管理有限公司（以下简称“人保资本”）发起设立保险基金基础设施债权投资计划（以下简称“人保债投计划”），拟募集资金150亿元，粤财控股将募集资金以股权投资的方式投资于公司所属相关二级子公司，用于部分高速公路项目建设，并由公司回购粤财控股所投股权。公司将在收到省财政拨付资金后分期付款给粤财控股，并为上述债权投资计划提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2014年，人保债投计划实际募集到资金107亿元，粤财控股以增资扩股方式投入广东省高速公路有限公司（以下简称“高速公路公司”）、广东省公路建设有限公司（以下简称“公路建设公司”）、广东省路桥建设管理有限公司（以下简称“路桥建设公司”）和长大工程公司，公司对上述4家子公司持股比例由100%分别下降至86.62%、91.92%、89.24%和77.09%，但根据粤财控股与公司签署的增资协议和委托管理协议，公司享有上述四家子公司的利润分配权，粤财控股的股东权利委托公司行使。

2015年，广东省财政拨付公路建设公司江罗项目资本金补助款3.9亿元，因江罗项目资本金补助款3.9亿元已纳入人保债投计划107亿元总包且已于2014年拨付，待今后由粤财控股对公路建设公司减资3.9亿元，转而增资给路桥建设公司。截至2015年底，上述调整事项尚未签署相关协议。

引入粤财控股及人保债投计划资金对于缓解公司高速公路建设资本金压力、保障高速公路项目顺利推进等方面有积极意义。2015年，公司收到省财政拨付的专项资金7.52亿元，支付粤财控股回购款7.52亿元（反映在“其他非流动资产”科目）。

此外，2016年6月3日，广东省人民政府发函同意核定公司下属广佛高速公路改扩建工程收费期限自建成通车之日起至2021年12月7日

[1] 广东省人民政府下属国有独资企业，经营范围：资本运营管理，资产受托管理，投资项目的管理；科技风险投资，实业投资，企业重组、并购咨询服务，互联网信息服务、网络科技咨询服务。

止（原收费期限截至日期为2017年）。

总体看，跟踪期内，公司作为广东省内高速公路建设运营的龙头企业，持续获得政府在税收、补贴等方面的大力支持。

3. 重大事项

2015年，公司子公司粤高速召开董事会审议通过了《关于广东省高速公路发展股份有限公司符合向特定对象非公开发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金条件（以下简称“本次交易”）的议案》，根据议案，本次交易分为发行股份及支付现金购买资产与募集配套资金两个部分：（1）发行股份及支付现金购买资产：粤高速拟通过发行A股股份的方式向高速公路公司购买其持有的广东省佛开高速公路有限公司25%股权，拟通过发行A股股份的方式向公路建设公司购买其持有的广州广珠交通投资管理有限公司100%股权，拟通过支付现金的方式向公路建设公司购买其持有的对京珠高速公路广珠段有限公司的债权；（2）募集配套资金：公司拟同时向亚东复星亚联投资有限公司（以下简称“亚东复星亚联”）、西藏赢悦投资管理有限公司（以下简称“西藏赢悦”）和广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）非公开发行A股股份募集配套资金用于支付本次交易的现金对价、支付本次交易税费以及补充上市公司流动资金，拟募集配套资金的金额不超过16.50亿元，不超过拟购买资产交易价格的100%。此外，发行股份及支付现金购买资产为募集配套资金的前提和实施条件，但最终募集配套资金实施与否不影响发行股份及支付现金购买资产的实施。如因为相关主管部门要求或其他任何原因导致本次募集配套资金的融资额度发生变化或整个募集配套资金被取消，导致配套资金不足以或无法支付转让价款，粤高速以银行贷款或者其他方式融资支付本次交易的现金对价。

2016年2月5日，粤高速收到中国证监会《关于核准广东省高速公路发展股份有限公司向广东省高速公路有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]230号），公司发行股份购买资产并募集配套资金方案已经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。

本次交易完成后，公司直接和间接持有粤高速的股权比例将由43.61%增至50.01%，一方面有利于集团内部优质资产的进一步整合，另一方面公司通过上市子公司平台引入社会公众资本，有利于改善财务状况和增强持续盈利能力。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理、管理水平、高管人员构成等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2015年，在工程施工收入和车辆通行费收入增长带动下，公司实现营业收入413.12亿元，同比增长11.55%。公司主要从事公路建设和运营、公路运输、商品流通、工程施工、工程监理等业务，近两年上述主营业务收入在营业收入中占比均在98%以上，2015年公司主营业务收入同比增长32.67%至406.58亿元，公司主业突出。公司其他业务主要包括固定资产租赁业务等，在营业收入构成中占比较小。

从主营业务构成看，车辆通行费收入仍是公司最主要且最稳定的收入来源，跟踪期内，受高速公路通车里程增加、路网效益增强等因素影响，公司实现车辆通行费收入211.02亿元，同比增长6.46%；2015年，受广佛肇高速公路BOT+EPC项目部分路段结转收入影响，公司工程施工收入同比大幅增长61.36%至105.66亿元，在营业收入中占比提升至25.58%；跟踪期内，公司实现物流与销售收入51.90亿元，同比下降19.38%，主要系高速公路建材价格和供应量下降所致；道路运输业务实现收入35.44亿元，同比增长14.99%；公司其他主营业务包括

软件和信息服务、监理咨询工程技术业务，在营业收入中占比小。

2015年，公司综合毛利率为36.53%，同比增加2.40个百分点。公司主营业务中，除监理咨询工程技术业务毛利率略有下降外，其他主营业务毛利率均呈现不同幅度的增长，2015年公司主营业务毛利率为35.97%，同比增加2.35个百分点。

表1　跟踪期内，公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、主营业务小计	306.45	98.40	33.62	406.58	98.42	35.97
车辆通行费业务	198.21	53.52	52.59	211.02	51.08	53.41
物流与销售业务	64.38	17.38	5.06	51.90	12.56	8.36
道路运输业务	30.82	8.32	18.68	35.44	8.58	21.55
工程施工业务	68.75	18.56	12.38	105.66	25.58	19.49
软件和信息服务业务	0.85	0.23	36.80	1.54	0.37	43.06
监理咨询工程技术业务	1.39	0.38	31.49	1.02	0.25	31.03
2、其他业务小计	5.94	1.60	65.26	6.54	1.58	71.00
合计	**370.35**	**100.00**	**34.13**	**413.12**	**100.00**	**36.53**

资料来源：根据公司2015年度审计报告整理

注：1、2015年，公司对营业收入构成进行了调整，上表中2014年数据为2015年审计报告中披露的上年数；

2、其他业务收入包括固定资产租赁收入等。

（1）公路投资和经营

投资及运营

公司是广东省内高速公路建设运营的龙头企业，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。除高速公路外，公司还有少量的一级公路，但比重较小。截至2015年底，公司经营管理的64条高速公路总里程达到4674公里，全部为经营性高速公路，占广东省高速公路总里程的66.57%。公司负责营运管理的64条高速公路中有49条纳入公司合并财务报表，其他为联营或合营高速公路项目。

2015年公司新增高速公路通车里程475公里，占全省新增里程741公里的64.10%，包括包茂高速信宜至电白段、汕湛高速揭西至博罗段、济广高速平远至兴宁段、新台高速南延线、江罗高速高村至新兴段和潮惠高速普宁至陆河段共6条，其中包茂高速信宜至电白段和济广高速平远至兴宁段是国高网的重要组成部分，其他4条均为省高网组成部分，上述6条高速公路尚未确认收费起止年限。跟踪期内，公司新增高速公路于2015年12月末通车，通车时间较短，尚未有车流量统计数据。

高速公路运营方面，跟踪期内，公司各高速公路运营情况基本稳定；其中，广深高速、广韶高速、广惠高速仍是公司通行费收入的主要来源，2015年在公司通行费收入中占比分别为14.83%、7.76%和8.08%，上述路段中除广韶高速通行费收入下降外，其他2条均呈现不同幅度的增长；2014年通车的广乐高速车流量迅速培育，在通行费收入中比重快速提升，2015年占比为11.39%；受广乐高速分流影响，广韶高速和京珠北高速通行费收入有所下降。肇花、汕揭、二广、梅大高速为2014年新通车路段，2014年数据为通车后部分月段数据，车流量和通行费收入增长不具有可比性。博深、粤赣高速等其他路段

车流量和通行费收入增长主要系路网完善带动所致。受上述因素的综合影响，公司2015年车辆通行费收入为211.02亿元，同比增长6.46%。

公司公路养护管理工作实行“统一领导、分级管理”模式。公司本部、二级业主单位和项目路段公司按养护工程不同性质和规模进行组织管理和监督管理；日常养护和大中修工程由项目路段公司具体组织实施。年度养护计划由项目路段公司根据当年末路况检查检测情况组织制定下年度养护计划，逐级报送，集团经审核并经由国资委同意后，批复年度养护计划。同时，公司进一步规范高速公路养护工程和招投标管理，提高养护工作质量和养护资金效能，加强跨越（穿越）高速公路交叉工程技术管理，规范许可技术审查流程，吸取粤赣高速城南互通“6.19”匝道桥坍塌事故[2]的经验教训，开展排查和专项整治，完善桥梁警示标志、交通疏导等措施，确保公路桥梁运行安全。2015年公司高速公路养护支出为25.3亿元。2016年养护计划为25.06亿元。

收费标准及收费期限

收费标准方面，自2015年6月26日凌晨零时起，广东省高速公路车辆通行费车型分类统一按交通运输部《收费公路车辆通行费车型分类》(交通行业标准JT/T489-2003)执行，并同步实施货车完全计重收费。调整前，广东省高速公路收费车型是以车辆轴(轮)数及车头高度等物理参数进行分类；调整后，车型将按照行驶证核定的座位(吨)数进行分类，客车收费的基本费率保持不变，货车采取完全计重收费模式。

客车方面，车型分类调整后，客车收费水平基本持平，总体略有下调。大部分客车收费金额保持不变，但也有部分客车因车型归类的不同，导致车型分类系数发生变动，会出现收费金额“有升有降”的情况（车头小于1.3米，且大于等于8座的车辆通行费会涨价;车头高度大于1.3米，且小于7座的车辆通行费则会降价1/3左右；2轴6轮，10座及以上、19座以下的中型客车，19座大型客车由原三类车下调为二类，单车收费额下降1/4）。

图4　调整前广东省高速公路收费车辆车型分类标准

车辆分类	车型分类标准 轴数	轮数	车头高度（米）	轴距(米)	主要车型车种	收费系数	货车收费变化（经抽样测算）
一	2	4	<1.3	<3.2	小轿车、吉普车、的士头货车	1	+3.3%
二	2	4	≥1.3	≥3.2	面包车、小型人货车、轻型货车、小型客车	1.5	-11.4%
三	2	6	≥1.3	≥3.2	中型客车、大型客车、中型货车	2	-10.8%
四	3	6~10	≥1.3	≥3.2	大型货车、大型拖(挂)车、20英尺集装箱车	3	+15.7%
五	>3	>10	≥1.3	≥3.2	重型货车、重型拖(挂)车、40英尺集装箱车	3.5	+12.1%

资料来源：根据公开信息整理

图5 调整后广东省高速公路收费车辆车型分类标准

类别	车型及规格		收费费率（元/公里）	
	客车	货车	4车道	6车道或以上
一类车	≤7座	≤2吨	0.45	0.60
二类车	8座~19座	2吨~5吨（含5吨）	0.675	0.90
三类车	20座~39座	5吨~10吨（含10吨）	0.9	1.20
四类车	≥40座	10吨~15吨（含15吨） 20英尺集装箱车	1.35	1.80
五类车	—	>15吨 40英尺集装箱车	1.575	2.10

资料来源：根据公开信息整理

货车方面，调整前广东高速公路货车实施的是“车型+计重”的组合式计重收费模式，即是对车辆正常装载部分(含超限30%以内)按车型分类进行收费，对超限30%以上部分才按重量进行加收。调整后，将采取货车完全计重收费模式，即对载货类机动车辆以实地测量的车货总重量为依据，按规定的吨/公里收费标准计收通行费。实行完全计重收费后，货车收费水平也出现“有升有降”的情况,主要表现在:按现行物理参数车型分类来看，二、三类货车收费水平下降，一、四、五类货车收费水平上升。经抽取样本测算,一、四、五类车分别上升3.3%、15.7%、12.1%，二、三类车则分别下降11.4%、10.8%，收费水平总体下降1.7%。

[2] 2015年6月19日凌晨，公司粤赣高速城南互通立交出口匝道桥发生倾覆垮塌，目前城南互通立交已封闭，来往车辆改行与该出口相邻的埔前立交上下高速。目前该段高速公路已恢复正常通行。官方认定为车主超载责任，与公司路桥质量无关。

收费期限方面，广佛高速收费期限于2016年6月延期后，公司收费路段收费截至日期均在2020年以后。

整体看，本次高速公路收费标准调整后，若其他因素保持不变，公司车辆通行费收入整体基本平衡。但对货车实行完全计重收费后，超载情况有望得到有效控制，公司道路养护成本等支出有望下降。

在建及拟建项目

高速公路建设方面，2015年，公司完成了梅平高速、湛徐高速公路徐闻港支线等8个项目的前期核准批复。截至2015年底，公司在建的高速公路及桥梁项目共15个，总投资合计1713亿元，已投资637亿元，未来尚需投资1076亿元。

表2　截至2015年底公司在建公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	里程	建设年限（年）	概算总投资	截至2015年底已投资	筹资计划		
					2016年	2017年	2018年
虎门二桥	12.89	2013-2018	112.00	27.00	18.00	24.00	24.00
兴华高速公路（济广高速兴宁转水至华阳段）	84.00	2013-2017	75.00	21.00	26.00	28.00	--
广佛肇高速公路	174.80	2013-2016	213.00	165.00	48.00	--	--
广清高速公路改扩建工程	57.60	2009-2016	87.00	67.00	3.40	--	--
罗阳高速公路	83.00	2011-2016	58.00	43.00	14.00	--	--
潮惠高速公路	247.20	2011-2016	303.00	205.00	43.00	--	--
江罗高速公路	144.50	2012-2016	160.00	105.00	36.00	--	--
兴汕高速公路汕尾段	38.23	2015-2019	45.00	--	2.00	7.30	7.30
湛徐高速公路徐闻港支线	17.40	2015-2018	15.00	1.00	2.00	5.00	7.00
阳江市海陵岛大桥	8.80	2015-2019	10.00	--	1.50	2.00	2.00
梅平高速公路	33.72	2015-2018	34.00	1.00	6.00	11.00	17.00
高恩高速公路	42.84	2015-2018	47.00	1.00	6.40	13.90	27.00
惠清高速公路	126.25	2015-2019	218.00	1.00	14.90	57.60	69.00
潮汕环线高速公路	82.86	2015-2019	191.00	--	3.30	18.00	42.00
大潮高速公路	121.67	2015-2020	145.00	--	5.00	29.00	43.6
合计	**1275.76**	--	**1713.00**	**637.00**	**229.50**	**195.80**	**238.90**

资料来源：公司提供

公司目前有广东连接周边省份的出省通道玉湛高速公路、广东省罗定至信宜(粤桂界)高速公路等6个拟建项目，概算总投资428亿元。

表3　截至2015年底公司拟建公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	项目概况	建设里程	项目进度	计划总投资
玉湛高速公路	广东连接广西的出省通道，外通内连工程	113.1	前期工作推进中	132
梅州东环高速公路	区内联网及疏港工程	14.6	前期工作推进中	19
广东省罗定至信宜(粤桂界)高速公路	广东连接广西的出省通道，外通内连工程	128.5	前期工作推进中	151
兴宁至汕尾高速公路五华至陆河段	广东省外通内连工程，连接国高网 G15沈海高速、G15W3甬莞高速	48.0	前期工作推进中	55

河惠莞高速公路河源至惠州段	广东连接江西的出省通道，外通内连工程，连接 G35济广高速	62.2	前期工作推进中	62
连山至贺州（省界）高速公路	广东连接广西的出省通道，“十三五”期重要的外通内连工程	6.5	前期工作推进中	9
合计	--	**372.9**	--	**428**

资料来源：公司提供

公司2016年投资计划以之前年度开工项目为主，随着存续项目、新开工项目及拟建项目的逐步推进，公司未来筹资压力仍然较大。

（2）其他主营业务

物流与销售业务

公司物流与销售业务的经营主体是粤运交通及其附属公司，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。2015年，公司物流与销售业务实现收入51.90亿元，同比下降19.38%，主要系材料物流业务价格和供应量下降所致。跟踪期内，公司加强成本管理、创新材料供应管理模式，物流与销售业务毛利率同比增加3.30个百分点至8.36%。

道路运输业务

公司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，覆盖了广州、深圳、韶关、汕头、汕尾及广西、湖南、福建、江西的诸多重要城市，形成了较为完善的道路运输网络体系。公司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、岐关车路有限公司和广东省拱北汽车运输有限责任公司。2015年1月，粤运交通下属全资子公司广东省汽车运输集团有限公司（以下简称“汽运集团”）以支付现金形式（成本为0.67亿元，成本与公允价值差额计入营业外收入）购买汕尾市粤运汽车运输有限公司51%的股权，公司道路运输业务范围进一步扩大。截至2015年底，公司拥有五级以上客运站场104个，客运班线1768条，线路牌4359块，客货运车辆8847台。跟踪期内，公司客货运输量快速增长，2015年下属运输企业共完成客运量37723万人次，完成客运周转量1360449万人公里；完成货运量95万吨，完成货运周转量14956万吨公里。在客货运输量增长带动下，2015年，公司道路运输业务实现收入35.44亿元，同比增长14.99%；毛利率同比增加2.87个百分点至21.55%。

工程施工业务

公司工程施工业务经营主体是长大工程公司，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。2015年公司工程施工业务实现收入105.66亿元，较上年大幅增长53.69%，主要系长大工程公司以“BOT+EPC”模式承接广佛肇项目部分路段确认施工收入所致。

根据粤办函【2012】781号文，广东省人民政府同意广佛肇高速公路肇庆大旺至封开江口段作为经营性收费项目建设，采用“BOT+EPC（投资、设计、施工、运营一体化）”模式建设，由公司子公司长大工程公司以总承包方式完成项目建设，肇庆市负责办理用地手续并包干完成全线征地拆迁工作。该项目于2013年6月开工，计划2016年完工，收费年限自项目通车收费之日起至25年。截至2015年底，广佛肇项目仍处于建设阶段。2015年，广佛肇项目合计确认工程施工收入33.73亿元。

除广佛肇项目外，广东省交通厅与公司三级子公司广东平兴高速公路有限公司（以下简称“平兴高速公司”）签署特许经营权协议，平兴公路建设项目收费期25年，特许经营权期满后，平兴高速公司将公路资产及附属设施无偿移交给政府部门。平兴高速项目概算总投资80.34亿元，截至2015年底，已进入试运行阶段。

表4 2015年公司主要工程施工收入来源（单位：亿元）

合同项目	合同总金额	合同总成本	完工进度（%）	累计确认合同收入	已办理结算价款	当期确认合同收入
广佛肇高速 A 段项目	30.89	25.65	50.57	15.62	18.69	11.58
港珠澳大桥 CB04 标项目部	29.41	27.47	92.99	27.40	18.18	10.96
广佛肇高速 B 段项目	29.80	23.22	55.37	16.50	22.59	10.89
广佛肇高速 C 段项目	26.28	19.65	68.49	18.00	22.80	9.48
广中江 TJI1 标	13.41	12.17	68.27	9.15	6.45	4.15
碧桂园“森林城市”项目施工总承包合同	7.14	7.08	--	4.73	4.21	1.30
台州湾跨海大桥 TS09 标段项目	16.62	14.62	15.45	2.57	0.98	2.57
珠海连接线三标项目	5.04	4.79	85.86	4.33	4.66	1.90
广佛肇高速总承包项目 D 段经理部	34.85	28.11	64.75	22.98	27.23	1.78
77 省道延伸线第 6 标段项目	3.34	3.27	100.00	3.34	2.61	1.45
合计	**196.78**	**166.02**	--	**124.62**	**128.40**	**56.07**

资料来源：公司审计报告

会计记账上，公司将广佛肇高速公路、平兴高速公路投入计入“无形资产—特许经营权”科目，并在经营权期限内按工作量法进行摊销；此外，在特许经营权期限内公司有权向高速公路使用者收取通行费。

综合来看，跟踪期内，公司通行费收入不断增长，受益于工程施工业务收入的大幅增长，公司营业收入快速提升；同期，公司公路建设投资仍保持较高水平，为未来业务的持续发展奠定基础，同时也给公司带来资本支出压力。总体看，公司整体经营状况良好。

八、募集资金使用情况

公司于 2005 年发行 15 亿元公司债券（05 粤交通/05 粤交通债），期限 15 年，到期日为 2020 年 6 月 29 日。募集资金中 10 亿元和 3 亿元分别用于阿深高速公路粤赣段项目和渝湛高速公路高遂段项目建设，2 亿元用于广梧高速公路马河段项目建设。截至 2006 年底，15 亿元债券募集资金已全部使用完毕，募投项目均建成通车。

公司于2007年发行了10亿元企业债（07粤交通债），期限10年，到期日为2017年8月7日。募集资金已全部投入广梧高速公路河口至平台段建设，该项目已建成通车。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2015 年，公司合并范围新增广东高恩高速公路有限公司、汕尾市粤运汽车运输有限公司等 11 家子公司，注销减少 4 家子公司。截至 2015 年底，公司合并范围包括二级子公司 18 家。跟踪期内，合并范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。

会计估计变更：跟踪期内，公司对预测总车流量进行定期复核，发现京珠北高速公路和天汕公路存在预测车流量与实际车流量增减变动超过 30%的情况，公司聘请专业中介机构进行重新预测，自 2015 年起，京珠北高速公路和天汕公路按新的车流量计提折旧；公司采用未来适用法进行调整，京珠北高速本年折旧费用增加，天汕公路本年折旧费用减少，合计减少净利润 0.18 亿元。

截至2015年底，公司（合并）资产总额

3247.18亿元，所有者权益872.20亿元（其中少数股东权益206.24亿元）；2015年，公司实现营业收入413.12亿元，利润总额57.78亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业总收入413.63亿元，其中，营业收入413.12亿元，新增利息收入0.50亿元。2015年，公司营业收入快速增长，同比增幅为11.55%，主要来自工程施工收入和通行费收入的增长。同期，公司营业成本同比增长7.50%，慢于营业收入增速。

期间费用方面，2015年，公司期间费用合计91.85亿元，同比增长15.51%，主要来自财务费用和管理费用的增长，期间费用率为22.23%，较2014年增长0.76个百分点。公司期间费用主要由财务费用和管理费用组成，2015年管理费用同比增长13.25%至29.66亿元，财务费用同比增长16.65%至60.92亿元；跟踪期内，期间费用对利润总额侵蚀依然较大，且期间费用率同比有所上升，公司费用控制能力有待加强。

2015年，公司取得投资收益9.25亿元，同比增长29.68%；其中，权益法核算的长期股权投资收益7.04亿元，主要为广东虎门大桥有限公司（2.20亿元）、广东深汕高速公路东段有限公司（1.56亿元）等合营和联营企业权益法下确认的投资收益；持有可供出售金融资产期间取得的投资收益1.73亿元，主要为公司持有上市公司中国光大银行股份有限公司、深圳高速公路股份有限公司、中国农业银行股份有限公司股票期间所获取的股票分红。

2015年，公司营业外收入为3.12亿元，同比增长17.17%；其中，政府补助1.81亿元（同比增长33.09%），其余为非流动资产处置利得、路产损坏赔偿及保险赔偿（0.64亿元）、九江大桥提前终止收费专项补助款（0.20亿元）等。2015年，公司利润总额为57.78亿元，同比增长40.08%。

从盈利能力指标看，2015年，公司营业利润率为33.33%，较上年增长2.61个百分点；总资本收益率及净资产收益率分别为3.11%和4.31%，均较上年有所上升。

总体看，跟踪期内，受工程施工收入和通行费收入增长的带动，公司营业收入和利润总额快速增长，盈利能力增强，但期间费用对利润总额侵蚀仍然较大，费用控制能力有待进一步提高。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司经营活动现金流入量为416.81亿元，较上年增长3.87%；经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2015年为404.81亿元，同比增长8.28%，公司现金收入比为97.99%，较2014年的100.95%下降2.96个百分点；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金同比下降58.05%至11.47亿元。2015年，公司经营活动现金流出为256.45亿元，同比增长5.17%；其中购买商品、接受劳务支付的现金同比增长8.79%至153.16亿元，新增金融类业务现金流出合计5.56亿元，支付其他与经营活动有关现金同比下降61.13%至8.45亿元，其他为支付给职工以及为职工支付的现金。2015年，公司经营活动现金流净额为160.37亿元。跟踪期内，公司收入实现质量虽略有下降，但仍维持较高水平，经营获现能力较强。

2015年，公司投资活动现金流入43.06亿元，同比增长54.74%，主要系收到其他与投资活动有关的现金大幅增长82.00%至26.25亿元所致，主要系新增试运营高速公路通行费收入增加所致（公司将试运营高速公路通行费收入计入收到其他与投资活动有关的现金，待正式通车后计入销售商品、提供劳务收到的现金）。2015年，公司投资活动现金流出为406.72亿元，同比下降15.99%；其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为385.69亿元，虽同比下降6.24%，但仍维持在较高水平；投资支付的现金同比下降71.21%至12.99亿元，2014年投资支

付的现金规模较大主要系公司于 2014 年收购肇庆市广贺高速公路有限公司致使投资支出快速增长所致。2015 年，公司投资活动现金净流量为-363.66 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-203.89 亿元，同比虽有所收窄，但经营活动产生的现金流量净额仍不能覆盖投资活动的需求，公司仍需保持较大规模的对外筹资。

2015 年，公司筹资活动现金流入量为 473.25 亿元，以取得借款收到的现金为主，2015 年为 414.18 亿元；此外，公司吸收投资收到现金 46.89 亿元，主要是收到的财政拨入项目资本金；收到其他与筹资活动有关的现金 12.18 亿元，主要是收到的银团贷款往来；2015 年，公司筹资活动现金流出 313.94 亿元，以偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 159.32 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入获取能力仍维持在较高水平，经营活动现金流入量以销售商品提供劳务收到的现金为主，经营活动现金流入质量较好；同时，由于高速公路建设的持续推进，公司资本支出压力仍然较大，仍需对外融资以满足投资活动需求。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 3247.18 亿元，较上年底增长 13.13%，主要来自非流动资产的增长。资产总额中流动资产占 9.27%，非流动资产占 90.73%，公司资产结构仍以非流动资产为主，且跟踪期内非流动资产比重有所上升。

截至 2015 年底，公司流动资产 300.88 亿元，同比下降 13.49%，主要系货币资金和预付款项减少所致；流动资产以货币资金（占 56.04%）、预付账款（占 11.15%）、存货（占 18.43%）和其他应收款（占 9.35%），构成较上年变化不大。

截至 2015 年底，公司货币资金同比下降 14.70%至 168.60 亿元，以银行存款为主。年末货币资金中受限资金为 20.51 亿元，主要是定期存单质押、中央银行法定存款准备金、高速公路通行费清算账户存款余额。受限货币资金占货币资金总额的 12.16%。截至 2015 年底，公司预付款项为 33.56 亿元，同比下降 32.95%，主要系预付工程款减少所致；年末一年内预付款项占比为 51.26%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 32.57 亿元，公司共计提坏账准备 4.43 亿元，计提比例为 13.61%，其他应收款账面价值同比下降 9.04%至 28.14 亿元，公司其他应收款年末余额前五大合计占比为 18.15%，以应收垫款、质保金等为主，集中度不高。公司存货以已完工未结算的工程施工款、原材料等为主，2015 年账面余额为 55.52 亿元，计提 0.06 亿元跌价准备，年末存货账面价值为 55.45 亿元，同比增长 0.94%，主要来自已完工未结算的工程施工款的增长。

截至 2015 年底，公司非流动资产 2946.30 亿元，同比增长 16.80%，主要来自固定资产、在建工程和无形资产的增长；非流动资产仍然以固定资产（占比 47.31%）、在建工程（占比 39.98%）和无形资产（占比 7.05%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 37.14 亿元，同比下降 7.48%；按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值为 32.63 亿元，主要是公司持有的光大银行、农业银行等上市公司股票；按成本计量的可供出售金融资产账面价值 4.50 亿元，主要是瑞银证券有限责任公司等公司持有但不具有控制权的股权投资。

截至 2015 年底，公司长期股权投资同比增长 3.06%至 59.35 亿元，主要系增加对广东广珠西线高速公路有限公司等合营和联营企业的投资。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 1394.00 亿元，同比增长 15.09%，主要为路产（占 91.26%），其余为房屋建筑物、机器设备、办公设备等。2015 年，公司有在建工程转

入固定资产合计 243.59 亿元，其中转入路产 222.69 亿元；2015 年公司共计提固定资产折旧 580.35 亿元、减值准备 0.31 亿元。年末公司有账面价值 2.84 亿元固定资产用于借款抵押（其中抵押的路产收费权账面价值为 1.16 亿元）。

2015 年，公司在建工程同比增长 12.19%至 1178.07 亿元，主要来自广乐高速、潮惠高速、潮湛高速揭西大溪至博罗石坝段、包茂高速等高速公路及附属设施工程的持续投入；当期转入固定资产 243.41 亿元，主要为博罗至深圳高速公路、梅大高速公路三角至三河段、云悟高速双东至替滨段等项目。年末公司在建工程账面价值中高速公路及附属设施工程占 99.72%。截至 2015 年底，公司有账面价值 701.12 亿元的在建工程用于借款质押。

截至 2015 年底，公司无形资产原值为 213.57 亿元，计提摊销 5.54 亿元、减值准备 0.25 亿元，年末无形资产账面价值为 207.79 亿元，同比增长 103.66%，主要来自 BOT 建设项目特许经营权的增长。公司无形资产以 BOT 建设项目特许经营权（占比为 93.49%）、土地使用权（占比为 4.15%）为主。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产同比增长 115.94%至 13.98 亿元，主要系预付股权收购款（预付给粤财公司的回购款）增长所致。

截至 2015 年底，公司受限资产账面价值合计 1985.00 亿元，占资产总额的 61.13%，受限资产占比高。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 872.20 亿元，同比增长 8.15%，主要来自资本公积和未分配利润的增长；截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 30.73%，资本公积占 30.88%，未分配利润占 11.52%，少数股东权益占 23.65%。因公司未来将对部分少数股东权益进行回购，公司所有者权益构成较为稳定。

截至 2015 年底，公司资本公积同比增长 19.21%至 269.32 亿元，主要系收到政府拨入项目资本金及利息的增加所致。

截至 2015 年底，公司少数股东权益为 206.24 亿元，同比增长 1.93%，较上年变化不大。2014 年，广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）作为债务人参与“人保–广东高速公路项目债权投资计划”，募集资金 107.00 亿元，粤财控股使用募集资金以对公司子公司股权投资的方式投入公司高速公路建设项目，包括对广东省高速公路有限公司投资 44.20 亿元、对广东省公路建设有限公司投资 17.90 亿元、对广东省路桥建设发展有限公司增资 29.43 亿元和对广东省长大公路工程有限公司投资 15.48 亿元，投资完成后，公司对上述子公司的持股比例由 100%分别下降至 86.62%、91.92%、89.24%和 77.09%，根据粤财控股与公司签署的增资协议和委托管理协议，粤财控股对上述子公司的利润分配权由公司享有，股东权利委托公司行使。根据《股权转让协议》，公司将在未来回购上述粤财控股增资所取得的股权。此外，公司作为保证人对“人保-广东高速公路项目债权投资计划”提供独立的本息全额无条件不可撤销的连带责任保证，并由粤财控股向公司对债权投资计划提供的保证担保提供质押反担保，质押物为粤财控股通过债权投资计划募集资金增资取得的公司子公司股权。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 2374.98 亿元，同比增长 15.08%，主要来自长期借款、应付账款、应付债券和预收款项的增长；公司负债中流动负债占 15.08%，非流动负债占 84.92%，非流动负债比重有所增长。

公司流动负债以应付账款（占 33.34%）、预收款项（占 12.23%）、其他应付款（占 22.31%）及一年内到期的非流动负债（占 20.40%）为主。2015 年底为 358.05 亿元，同比下降 1.65%。跟踪期内，公司短期借款快速下降 84.83%至 8.72 亿元；应付账款同比增长 49.51%至 119.37 亿元；公司其他流动负债（截至 2015 年底为 0.64 亿元）为公司在信用证项下，由子公司新粤有限公司（以下简称“新粤公司”）委托信用证开证银行进行买方代付安排所形成的负债，由代

付银行先支付供应商款项，待信用证到期，公司再偿付相关款项，本报告已将其调至短期债务核算。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 2016.92 亿元，同比增长 18.67%，主要来自长期借款和应付债券的增长；非流动负债以长期借款（占 87.41%）和应付债券（占 10.55%）为主，较上年变化不大。截至 2015 年底，公司长期借款为 1762.98 亿元，同比增长 19.11%，长期借款中 87.60%为质押借款，质押物主要为高速公路收费权。截至 2015 年底，公司应付债券为 212.73 亿元，同比增加 32.76 亿元，主要系新增“15 粤路建债”（15 亿元）、“15 粤路桥债”（20 亿元）、粤运交通非公开发行两期公司债券（年末余额合计 7.73 亿元）所致，“11 粤高速 MTN1”（账面余额 9.97 亿元）调至一年内到期的非流动负债。

截至 2015 年底，公司长期应付款 12.30 亿元，同比下降 0.61%，其中应付融资性售后回租款余额 10.46 亿元，已调至长期债务核算。

截至 2015 年底，公司全部有息债务为 2178.76 亿元，同比增长 12.37%；其中长期债务占 96.07%，比重较上年末增长 4.34 个百分点；公司债务结构基本与其资产结构相匹配，符合交通行业特点。

跟踪期内，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均呈上升趋势，2015 年底分别为 73.14%、71.41%和 70.59%，同比分别增长 1.24 个、0.79 个和 1.79 个百分点。

总体看，跟踪期内公司资产构成仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主，符合交通类企业行业特征，但受限资产占比高，对资产流动性产生一定影响；跟踪期内，公司债务结构仍以长期债务为主，债务规模持续攀升，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年受流动资产快速下降影响，公司流动比率和速动比率分别为 84.03%和 68.55%，同比分别下降 11.50 个和 11.89 个百分点。2015 年，公司经营现金流动负债比为 44.79%，同比增长 1.55 个百分点。考虑到公司货币资金较为充裕，经营获现能力维持在较高水平，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 186.36 亿元，同比增长 18.15%，快于全部债务的增速（12.37%），因此，2015 年公司全部债务/EBITDA 为 11.69 倍，EBITDA 利息倍数为 1.63 倍，跟踪期内 EBITDA 对总债务保障能力有所增强。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司本部共获得银行授信额度合计 22.00 亿元人民币，尚未使用额度为 22.00 亿元人民币，公司主要通过下属二级子公司进行间接融资；此外公司下属子公司粤高速和粤运交通为上市公司，公司直接和间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司对外担保余额合计 123.23 亿元；其中公司于 2005 年度发行 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，公司的下属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，由于该债券已体现在公司负债中，该笔担保不构成公司的或有负债；此外，公司对“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 107.00 亿元，由于公司计划未来回购相关股权，同时，公司得到股权质押反担保，该笔担保也不构成公司的或有负债。剔除上述 122.00 亿元担保后，公司实际对外担保余额为 1.23 亿元，担保比率为 0.14%（剔除 122 亿元后）；担保对象包括广东省交通规划设计研究院股份有限公司（0.10 亿元）、广东翔飞公路工程监理有限公司（0.01 亿元）、国有独资企业广东中南国防交通投资有限公司（0.20 亿元）和公司参股企业梧州市越新赤水码头有限公司（0.92 亿元）；整体看，公司对外担保金额小，担保对象较为分散，公司或有负债风险小。

5. 存续期内债券保障能力分析

2015年公司经营活动产生的现金流入为416.81亿元，为待偿还债券本金合计25亿元（“05粤交通/05粤交通债”15亿元，“07粤交通债”10亿元）的16.67倍；经营活动产生的现金流量净额160.37亿元，为待偿还债券本金合计的6.41倍。2015年公司EBITDA为待偿还债券额本金合计的7.45倍。公司EBITDA和经营活动现金流对公司待偿还债券的保障能力强。

6. 债权保护条款

公司 2005 年 6 月 29 日发行的 15 亿元公司债券由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，评定中国农业银行主体长期信用等级为 AAApi。

公司 2007 年 8 月 7 日发行的 10 亿元企业债由中国银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，评定中国银行主体长期信用等级为 AAApi。

中国农业银行与中国银行担保实力极强，有助于更好地保障债券本息偿付的安全性。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（编号：B2016052601379260 26），截至2016年5月26日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

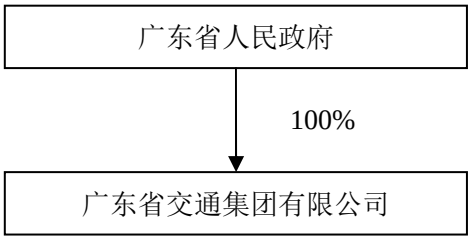
8. 抗风险能力

基于对广东省区域经济及交通运输发展状况、公司在广东省高速公路的垄断地位、跟踪期内的经营及财务状况等的综合分析，联合资信认为公司抗风险能力很强。

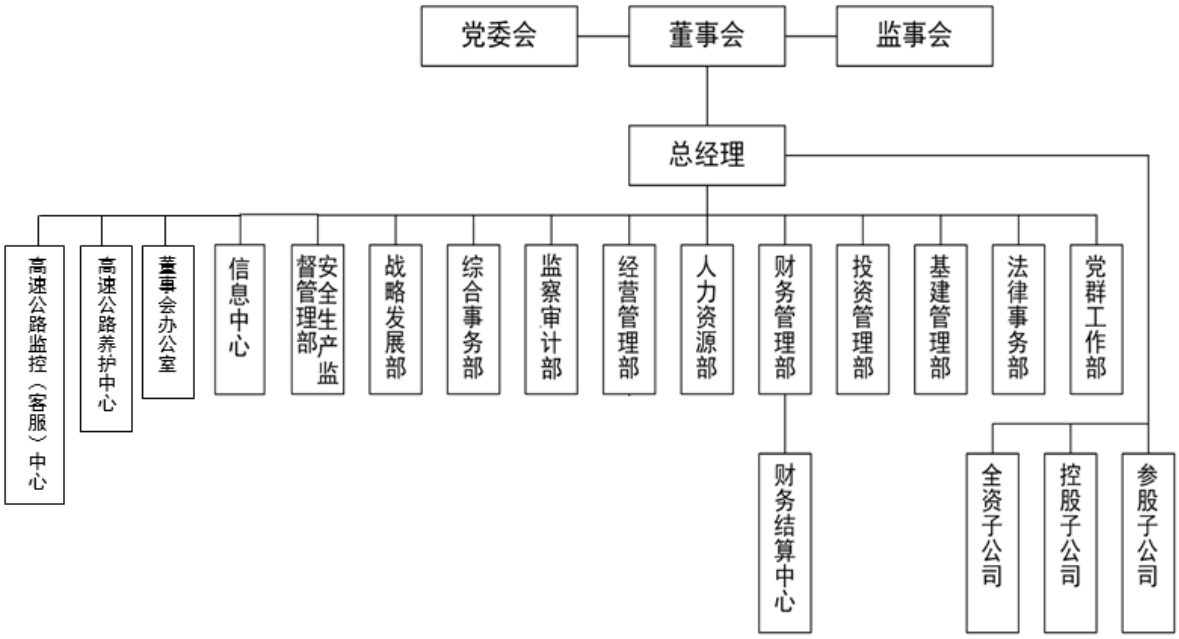
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“05 粤交通/05 粤交通债”及“07 粤交通债”AAA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2　公司组织结构图


党委会
董事会
监事会
总经理
高速公路监控（客服）中心
高速公路养护中心
董事会办公室
信息中心
安全生产监督管理部
战略发展部
综合事务部
监察审计部
经营管理部
人力资源部
财务管理部
投资管理部
基建管理部
法律事务部
党群工作部
财务结算中心
全资子公司
控股子公司
参股子公司

附件 3　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	146.89	195.58	148.50
资产总额(亿元)	2304.49	2870.20	3247.18
所有者权益(亿元)	704.53	806.49	872.20
短期债务(亿元)	129.28	160.36	85.59
长期债务(亿元)	1290.65	1778.55	2093.17
全部债务(亿元)	1419.93	1938.92	2178.76
营业收入(亿元)	297.71	370.35	413.12
利润总额(亿元)	29.50	41.25	57.78
EBITDA(亿元)	142.05	157.73	186.36
经营性净现金流(亿元)	125.59	157.43	160.37
财务指标			
销售债权周转次数(次)	29.35	34.24	34.10
存货周转次数(次)	4.77	5.00	4.75
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.14
现金收入比(%)	102.85	100.95	97.99
营业利润率(%)	33.73	30.71	33.33
总资本收益率(%)	3.12	2.79	3.11
净资产收益率(%)	2.30	3.06	4.31
长期债务资本化比率(%)	64.69	68.80	70.59
全部债务资本化比率(%)	66.84	70.62	71.41
资产负债率(%)	69.43	71.90	73.14
流动比率(%)	94.99	95.53	84.03
速动比率(%)	80.66	80.44	68.55
经营现金流动负债比(%)	42.22	43.24	44.79
全部债务/EBITDA(倍)	10.00	12.29	11.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.82	1.68	1.63

注：1、已将其他流动负债调整至短期债务和相关指标中核算；2、已将长期应付款中融资性售后回租款项调整至长期债务及相关指标中核算；3、现金类资产已剔除受限货币资金。

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	
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-营业税金及附加）/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	
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。