

# 信用评级公告

联合〔2022〕3666号

联合资信评估股份有限公司通过对佛山市中策高速公路投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持佛山市中策高速公路投资有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“22 中策高速 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月六日

# 佛山市中策高速公路投资有限公司

## 2022 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 <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
22 中策高速 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	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
22 中策高速 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/04/20

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：2022 年 6 月 6 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营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

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA <sup>+</sup>	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
外部支持			1	

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

### 分析师：

崔莹 赵晓敏

### 评级观点

佛山市中策高速公路投资有限公司（以下简称“公司”）是广东省佛山市重要的高速公路投资建设和运营管理主体，外部经营环境良好，公司控股的高速公路在广东省内区位优势明显，路产质量较好，公司控股路产新路段通车，通行费收入及单公里通行费收入大幅增长，公司在政府补助方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务负担较重，财务费用对利润侵蚀明显，公司整体盈利能力较弱等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司高速公路路产的不断培育，公司业务有望稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“22 中策高速 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司的外部经营环境良好。2021 年，佛山市地区生产总值为 12156.54 亿元，较上年增长 8.3%；佛山市一般公共预算收入为 808.12 亿元，较上年增长 7.28%，经济及财政实力稳步增长。
2. 公司控股路产新路段通车，通行费收入及单公里通行费收入大幅增长。2021 年 4 月，广佛肇高速公路佛山段二期开始运营收费，2021 年，公司通行费收入较上年增加 11.91 亿元，公司控股路产单公里通行费为 1696.77 万元/公里，较上年增长 50.91%。
3. 下辖路产质量较好。公司控股的 4 条高速公路均是佛山市与周边城市连通的主要道路，且 4 条路产相互连通构成一个环形，具有较好的车流量基础和路网效应，整体路产质量较好。
4. 获得外部支持。公司作为佛山市重要的高速公路投资建设和运营管理主体，在政府补助方面获得一定的外部支持。

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

**关注**

1. **公司债务负担较重。**截至2022年3月末,公司全部债务247.10亿元,同期末,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为62.24%和61.84%,公司债务负担较重。
2. **财务费用对利润侵蚀明显,公司整体盈利能力较弱。**2021年,公司期间费用率为39.19%,财务费用对利润侵蚀明显;公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.90%和0.07%,整体盈利能力较弱。

**主要财务数据:**

合并口径				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	16.91	22.53	19.09	20.65
资产总额(亿元)	381.65	412.78	400.16	403.86
所有者权益(亿元)	157.12	153.38	152.48	152.50
短期债务(亿元)	8.06	4.39	8.35	8.00
长期债务(亿元)	181.67	227.08	234.68	239.10
全部债务(亿元)	189.73	231.47	243.03	247.10
营业收入(亿元)	1.78	16.19	28.99	6.10
利润总额(亿元)	0.20	-3.72	0.10	-0.52
EBITDA(亿元)	2.55	11.26	21.90	--
经营性净现金流(亿元)	1.85	11.73	17.65	1.99
营业利润率(%)	6.38	37.60	35.57	39.35
净资产收益率(%)	0.12	-2.43	0.07	--
资产负债率(%)	58.83	62.84	61.90	62.24
全部债务资本化比率(%)	54.70	60.14	61.45	61.84
流动比率(%)	149.10	409.58	295.98	339.50
经营现金流动负债比(%)	9.80	141.32	136.00	--
现金短期债务比(倍)	2.10	5.13	2.29	2.58
EBITDA利息倍数(倍)	0.28	1.00	1.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	74.45	20.55	11.10	--
公司本部(母公司)				
项 目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	186.36	187.05	186.02	185.75
所有者权益(亿元)	160.94	161.56	161.69	162.88
全部债务(亿元)	0.00	0.00	5.01	5.00
营业收入(亿元)	0.00	0.00	2.25	0.06
利润总额(亿元)	1.18	0.63	1.13	0.17
资产负债率(%)	13.64	13.63	13.08	12.31
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	3.01	2.98
流动比率(%)	2115.03	1589.31	229.41	247.97
经营现金流动负债比(%)	27.53	366.29	54.40	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告各年度财务数据均采用年末数; 3. 公司2022年一季度财务报表未经审计

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

**评级历史:**

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 中策高速 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2022/01/27	崔莹 赵晓敏	<a href="#">收费公路经营企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 中策 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/11/02	张勇 赵晓敏	<a href="#">收费公路经营企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	--

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受佛山市中策高速公路投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

# 佛山市中策高速公路投资有限公司

## 2022 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”）关于佛山市中策高速公路投资有限公司（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、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围及部门设置均未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 135.97 亿元，跟踪期内无变化。其中佛山市交通投资集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“佛山交通集团”）持股 98.41%，佛山市交通发展有限公司（以下简称“佛山交发”）持股 1.59%。佛山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“佛山市国资委”）为公司的实际控制人。

截至 2021 年末，公司资产总额 400.16 亿元，所有者权益 152.48 亿元。2021 年，公司实现营业收入 28.99 亿元，利润总额 0.10 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 403.86 亿元，所有者权益 152.50 亿元。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.10 亿元，利润总额-0.52 亿元。

公司注册地址：广东省佛山市顺德区乐从镇乐从社区佛山新城天虹路 46 号信保广场 1 号楼 3812 单元；法定代表人：范永年。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，“21 中策 01”募集资金

已按指定用途使用 4.97 亿元，“22 中策高速 MTN001”于 2022 年 4 月 19 日发行，募集资金尚未使用。上述债券均尚未到付息日。

表1 截至2022年4月末跟踪评级债券概况

债项简称	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)	票面利率 (%)
22 中策高速 MTN001	5.00	2022/04/20	5 (3+2)	3.20
21 中策 01	5.00	2021/11/29	3	3.29

资料来源：联合资信资料整理

### 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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>2</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

**三大产业中，第三产业受疫情影响较大。**2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

<sup>1</sup> 佛山交通集团原名佛山市路桥建设有限公司（以下简称“佛山路桥”），2021 年 12 月更名为现名。

<sup>2</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人

民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综

合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 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。**

#### (1) 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《中华人民共和国公路法》，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。

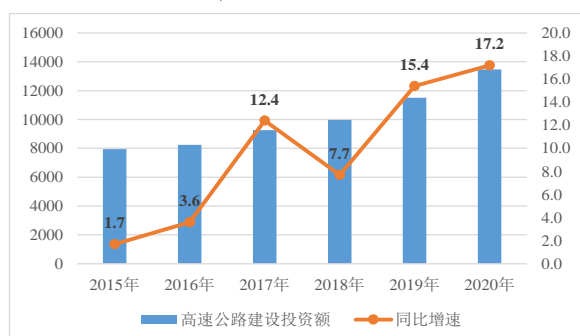
## (2) 行业特点

**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

### (3) 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(2019—2021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清偿的，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。

#### (4) 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. 区域经济环境

**广东省和佛山市经济和财政实力有所增强，为公司发展提供了良好的外部环境。**

### (1) 广东省

根据《2021年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2021年广东实现地区生产总值(初步核算数)124369.67亿元，同比增长8.0%。其中，第一产业增加值5003.66亿元，同比增长7.9%；第二产业增加值50219.19亿元，同比增长8.7%；第三产业增加值69146.82亿元，同比增长7.5%。三次产业结构比重为4.0:40.4:55.6，第二产业比重提高0.9个百分点。人均地区生产总值98285元。

2021年，广东省全年地方一般公共预算收

入14103.43亿元，同比增长9.1%。其中，税收收入10784.32亿元，同比增长9.1%。全年一般公共预算支出18222.73亿元，同比增长4.2%。

交通运输方面，截至2021年末，全省公路通车里程22.3万公里，其中高速公路里程11042公里，较上年末增长5.3%。广东省全年货物运输周转量28388.03亿吨公里，同比增长2.9%(其中公路运输周转量为2980.46亿吨公里，同比增长18.1%)；旅客运输周转量2352.19亿人公里，同比下降10.1%(其中公路旅客运输周转量265.96亿人公里，同比下降52.2%)。2021年末公路通车里程22.3万公里，其中，高速公路里程11042公里。2021年末全省民用汽车保有量2702.55万辆，较上年末增长8.1%，其中，私人汽车2366.49万辆，较上年末增长8.0%。

根据广东省交通运输厅官网披露，2022年1—3月，全省高速公路完成投资194.80亿元，实际完成为年目标的20.5%。

2022年1—3月，广东省公路货物周转量和旅客周转量分别完成596.82亿吨公里和49.60亿人公里，同比分别下降7.7%和30.5%，主要受多地疫情爆发影响所致。

根据《广东省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》，“十四五”期间，广东省的交通运输体系建设目标为贯彻落实交通强国战略，构建内联外通的综合交通网络，建设世界级综合交通枢纽，提升综合运输服务水平，加快形成“12312”交通圈<sup>3</sup>，建设安全、便捷、高效、绿色、经济的现代化综合交通运输体系。其中规划的重大公路工程总投资16910.00亿元，“十四五”期间广东省计划完成投资5990.00亿元。

### (2) 佛山市

佛山市是广东省地级市，地处广东省中部、珠三角腹地，毗邻港澳、东接广州、南邻中山，与广州共同构成“广佛都市圈”，下辖禅城、南海、顺德、高明、三水五个区，全市行政区划面

3 “12312”交通圈：珠三角地区内部主要城市间1小时通达、珠三角地区与粤东粤西粤北地区2小时通达、与国内及东南亚主要城

市3小时通达、与全球主要城市12小时左右通达。

积 3797.72 平方公里，是中国重要的制造业基地、国家历史文化名城、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽。

根据《2021 年佛山市国民经济和社会发展统计公报》，佛山市实现地区生产总值分别为 12156.54 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.3%。2021 年，第一产业增加值 210.55 亿元，增长 9.5%；第二产业增加值 6806.95 亿元，增长 9.3%；第三产业增加值 5139.04 亿元，增长 7.0%。

2021 年，佛山市固定资产投资比上年增长 7.6%，其中项目投资增长 14.8%，房地产开发投资增长 2.3%；基础设施投资下降 4.9%，占全部固定资产投资比重 14.7%；民间投资增长 8.7%，占全部固定资产投资比重 72.6%。

交通运输方面，2020 年，佛山市公路旅客运输总量 1994.74 万人，同比增长 38.2%；公路旅客运输周转量 18.76 亿人公里，增长 13.6%。2020 年，佛山市公路货物运输总量 22300.2 万吨，同比增长 14.3%；公路货物周转量 174.79 亿吨公里，同比增长 23.0%。

根据《2021 年 1—12 月佛山市各区一般公共预算收支情况》，2021 年，佛山市一般公共预算收入为 808.12 亿元，较上年增长 7.28%；一般公共预算支出为 1063.32 亿元，财政自给率为 76.00%。

根据佛山市统计局数据，2022 年一季度，佛山市实现地区生产总值 2742.13 亿元，同比增长 5.1%。2022 年 1—3 月，佛山市实现一般公共预算收入 176.77 亿元，同比增长 6.10%；一般公共预算支出 247.09 亿元，同比增长 6.17%。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司股权状况未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 135.97 亿元，佛山交通集团为公司控股股东，佛山市国资委为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司是佛山市重要的高速公路投资建设和运营管理主体，控股高速公路具有较好的车流量基础和路网效应，路产质量较好。**

跟踪期内，公司仍主要从事佛山市收费公路的投资、建设及经营管理，并受政府委托承接部分政府投资道路的建设管理。截至 2022 年 3 月末，公司投资的高速公路项目共 5 条，其中控股路产 4 条，全部为经营性高速公路，收费里程合计 165.55 公里，占佛山市高速公路通车总里程（2020 年末为 560 公里，佛山市其他高速公路主要由广东省交通集团有限公司投资运营）的 29.56%；参股路产 1 条。公司控股的四条高速公路均是佛山市与周边城市连通的主要道路，且四条线路相互连通构成一个环形，具有较好的车流量基础和路网效应，整体路产质量较好。

### 3. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4406050000661560），截至 2022 年 5 月 11 日，公司本部不存在已结清和未结清的不良信贷记录，过往信用记录良好。

截至 2022 年 6 月 6 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，公司部分董事发生变更，但管理制度连续，整体管理运作正常。**

跟踪期内，公司董事人员变动如下表所示，其他董事、监事和高管未发生变化，公司高管及核心技术人员稳定。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

表5 公司董事及高管变动情况

姓名	担任的职务	类型
黄勇	董事	离任
邓潼	董事	离任

王文强	董事	离任
谢山海	董事	离任
杨军	董事	现任
陈欣	董事	现任
刘丽华	董事	现任
李积泉	董事	现任

注：上述人事变动时间为 2021 年 4 月  
资料来源：公司提供

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

#### 受收费天数增加及广佛肇高速公路全线通

车后车流量增长等因素影响，2021 年公司营业收入明显增长。2022 年一季度，因疫情缓和，收费公路业务毛利率升至 40.10%。

2021 年，公司实现营业收入 28.99 亿元，较上年增长 79.07%，主要系收费天数增加和广佛肇高速公路于 2021 年 4 月末全线通车所致。受其他业务收入减少影响，公司综合毛利率较上年下降 2.04 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.10 亿元；因疫情缓和，公司收费公路业务毛利率升至 40.10%。

表 6 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
收费公路业务	16.18	99.92	37.85	28.99	100.00	35.91	6.04	99.02	40.10
其他业务	0.01	0.08	100.00	--	--	--	0.06	0.98	3.83
合计	16.19	100.00	37.90	28.99	100.00	35.91	6.10	100.00	39.73

注：其他业务收入为公司代其他高速公路收费收取的手续费  
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

### 2. 高速公路投资与经营业务

公司下辖 4 条高速公路相互连通构成一个环形，具有较好的车流量基础和路网效应，跟踪期内，受益于路产全线贯通，公司单公里通行费大幅增长，整体路产质量较好。

#### (1) 控股路产概况

2021 年 4 月，广佛肇高速公路佛山段二期开始运营收费，至此广佛肇高速公路全线通车。截至 2022 年 3 月末，公司已通车控股高速公路项目共 4 个，全部为经营性高速公路，收费

里程合计 165.55 公里，占佛山市高速公路通车总里程（2020 年末约为 560 公里）的 29.56%。2021 年，公司控股路产单公里通行费为 1696.77 万元/公里，较上年增长 50.91%，主要系 2021 年 4 月，广佛肇高速公路佛山段二期开始运营收费，至此广佛肇高速公路全线通车所致。公司控股高速公路全部在佛山市境内，属于广东省级高速公路网，下辖四条高速公路相互连通构成一个环形，具有较好的路网效应。

表 7 截至 2022 年 3 月末公司控股路产情况（单位：公里、万元/公里）

路段名称	所属高速	收费里程	单公里通行费收入 (2021 年)	持股比例 (%)	收费开始时间	收费期限
广明高速公路陈村至西樵段	粤高速 S5	47.79	2054.82	100.00	一期 2015 年 2 月 二期 2020 年 1 月	25 年
佛江高速公路和顺至陈村段	粤高速 S47	38.58	2384.66	100.00	2020 年 1 月	25 年
广佛肇高速公路佛山段	粤高速 S8	37.78	1034.94	100.00	一期 2020 年 1 月 二期 2021 年 4 月	25 年
佛清从高速公路南段	粤高速 S16	41.40	1246.38	100.00	2020 年 1 月	25 年

合计	--	165.55	1696.77	--	--	--
----	----	--------	---------	----	----	----

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司暂无在建和拟建高速公路项目。

### （2）高速公路运营情况及收费标准

跟踪期内，收费标准无变化。

2021 年，公司通行费收入较上年增加 11.91 亿元，主要系 2021 年 4 月，广佛肇高速

公路佛山段二期开始运营收费所致。2022 年 1—3 月，公司下辖路产的车流量和通行费收入分别占上年车流量和通行费收入的 22.83% 和 21.47%，主要系春节期间免征通行费和疫情影响所致。

表 8 公司控股路产运营情况（单位：万辆次、亿元）

路产名称	车流量			通行费收入		
	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
广明高速公路陈村至西樵段	4384	5264	1117	6.86	9.82	2.03
佛江高速公路和顺至陈村段	3345	5649	1337	5.35	9.20	2.02
广佛肇高速公路佛山段	601	1196	320	0.56	3.91	1.22
佛清从高速公路南段	2433	3018	679	3.42	5.16	1.08
合计	9728	15127	3453	16.18	28.09	6.03

资料来源：公司提供

经营效率方面，2021 年及 2022 年 1—3 月，公司下辖高速公路单公里通行费收入为 1696.77 万元和 364.84 万元。

高速公路养护方面，2021 年及 2022 年 1—3 月，公司养护支出分别为 16424.57 万元和 2469.00 万元，2021 年养护支出较上年增长 108.24%，主要系广佛肇高速公路 2021 年 4 月末全线通车和新建路产沿线电力设备、电费增加所致。

### （3）参股路产概况

跟踪期内，公司参股路产无变化。截至 2022 年 3 月末，公司参股已通车高速公路仍为 1 条，为广三高速公路，公司持有项目公司佛山广三高速公路有限公司 30.77% 的股权，由佛山市公路局下属佛山市龙成公路投资有限公司（现已注销）于 2018 年无偿划转而来。

2021 年以及 2022 年 1—3 月，公司权益法核算的广三高速公路投资收益分别为 1.07 亿元和 865.00 万元，2021 年，因不存在免征通行费收入的相关政策，投资收益较上年明显增长。

### 3. 其他业务

#### 公司其他业务主要为路产建设。

2017 年 5 月，公司与佛山市高明区交通运输和城市管理局签订《政府购买佛山“高明大桥至富龙大桥公路工程、富龙西江特大桥工程（高明段）”道路通行服务合同》，并与佛山市三水区交通运输和城市管理局签订《佛山一环西拓（三水段）道路通行服务合同》（以下简称“《政府购买服务合同》”），涉及项目即一环西拓南环段和一环西拓北环段（以下简称“一环西拓项目”）。2018 年 5 月，根据财政部《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）有关要求，高明区和三水区与公司签署了解除上述服务合同的协议。截至 2022 年 3 月末，公司已将财政拨付的 23.99 亿元（计入长期应付款下的专项应付款科目）全部结清。

根据公司与佛山市三水区交通建设投资有限公司（以下简称“三水交投”，实际控制人为佛山市三水区国有资产监督管理局）签订的

《项目代建协议书》，三水交投委托公司进行兴云路工程的建设管理，建设资金由三水交投自筹，具体结算方式尚未最终确定。兴云路为一级公路，长 4.72 公里，路幅宽 42 米，预计总投资 4.99 亿元，截至 2022 年 3 月末公司已投资 2.46 亿元。

#### 4. 未来发展

公司未来仍将以高速公路投资运营为主业，持续做好已通车高速公路的运营和养护工作；根据佛山市“十四五”及未来市级交通公路项目规划，参与高快速路的投资建设。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2021 年度合并财务报表经大

华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2022 年一季度财务报表未经审计。公司执行最新的企业会计准则。从合并范围看，2021 年及 2022 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 5 家。公司整体财务数据的可比性强。

### 2. 资产质量

公司资产以控股收费公路资产为主，具有较好的车流量基础和路网效应，整体资产质量较好。

截至 2021 年末，公司资产总额较上年末下降 3.06%，主要系非流动资产下降所致。公司资产结构较上年末变化不大。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>34.01</b>	<b>8.24</b>	<b>38.41</b>	<b>9.60</b>	<b>41.55</b>	<b>10.29</b>
货币资金	22.53	5.46	19.09	4.77	20.65	5.11
其他应收款	3.66	0.89	9.31	2.33	10.68	2.65
<b>非流动资产</b>	<b>378.77</b>	<b>91.76</b>	<b>361.75</b>	<b>90.40</b>	<b>362.32</b>	<b>89.71</b>
固定资产	310.00	75.10	352.04	87.98	349.64	86.57
在建工程	44.47	10.77	0.02	0.01	3.22	0.80
其他非流动资产	22.75	5.51	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总额</b>	<b>412.78</b>	<b>100.00</b>	<b>400.16</b>	<b>100.00</b>	<b>403.86</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动资产较上年末增长 12.94%，主要系其他应收款增长所致。

截至 2021 年末，公司货币资金较上年末下降 15.27%，主要为银行存款，同期末，受限部分货币资金为 0.06 亿元，主要为被冻结的银行存款<sup>4</sup>及保函保证金。

截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末增长 154.49%，主要为往来款。应收对象主要为

当地国有企业，款项回收风险一般。同期末，已计提坏账准备 0.14 亿元。

表 10 截至 2021 年末公司其他应收账款前五名情况  
(单位：亿元)

单位名称	期末余额	占其他应收款总额的比例 (%)
佛山市交通投资集团有限公司	3.30	35.45
佛山市益通实业有限公司	3.20	34.37

<sup>4</sup> 工程类案件纠纷冻结款。

佛山市交通发展有限公司	2.58	27.71
金联有限公司 <sup>5</sup>	0.08	0.86
信保物业维修基金 <sup>6</sup>	0.07	0.75
<b>合计</b>	<b>9.23</b>	<b>99.14</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司非流动资产较上年末下降 4.49%，主要系其他非流动资产下降所致。

截至 2021 年末，公司固定资产较上年末增长 13.56%，主要为道路资产，增长主要系在建工程（公司控股的四条高速公路的扫尾工程及完善工程）完工转至固定资产所致。

截至 2021 年末，公司在建工程大幅下降 99.95%，主要系高速公路陆续完工转入固定资产所致。

截至 2021 年末，公司其他非流动资产期末余额为零，主要系一环西拓南环段和一环西拓北环段项目剥离且投入均已结清。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 0.92%，资产结构较上年末变化不大。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产为 0.02 亿元货币资金，为保函保证金。此外，公司将高

速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，截至 2021 年末，公司长期借款中质押+保证借款的账面余额为 237.68 亿元。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**受未分配利润下降影响，公司所有者权益小幅下降，所有者权益稳定性强。**

截至 2021 年末，公司所有者权益 152.48 亿元，较上年末下降 0.59%，主要系未分配利润下降所致。在所有者权益中，实收资本占 89.17%、资本公积占 16.37%。公司权益稳定性强。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益 152.20 亿元，较上年末增长 0.01%，所有者权益结构较上年末变化不大。

#### (2) 负债

**公司整体债务负担较重，以长期债务为主，集中偿债压力不大。**

截至 2021 年末，公司负债总额较上年末下降 4.52%，主要系非流动负债下降所致，公司负债构成仍以非流动负债为主。

表 11 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>8.30</b>	<b>3.20</b>	<b>12.98</b>	<b>5.24</b>	<b>12.24</b>	<b>4.87</b>
<b>非流动负债</b>	<b>251.09</b>	<b>96.80</b>	<b>234.71</b>	<b>94.76</b>	<b>239.13</b>	<b>95.13</b>
长期借款	227.08	87.54	229.68	92.73	234.10	93.13
长期应付款	24.01	9.26	0.03	0.01	0.03	0.01
<b>负债总额</b>	<b>259.40</b>	<b>100.00</b>	<b>247.68</b>	<b>100.00</b>	<b>251.36</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动负债较上年末增长 4.67%，主要系一年内到期的非流动负债（2021 年末账面余额为 8.35 亿元，较上年末增长 90.11%，主要为一年内到期的长期借款）增长所致。

截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末

下降 6.53%，主要系长期应付款下降所致。

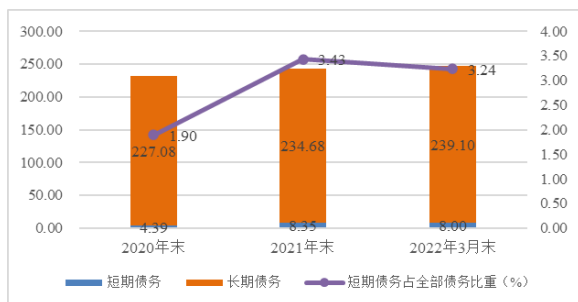
截至 2021 年末，公司长期借款较上年末增长 1.15%，主要为高速公路项目银团借款（质押+保证借款）。

截至 2021 年末，公司长期应付款较上年末下降 99.89%，主要系一环西拓项目工程代建款结清所致。

<sup>5</sup> 该公司已注销，款项无法收回，公司已全额计提坏账准备

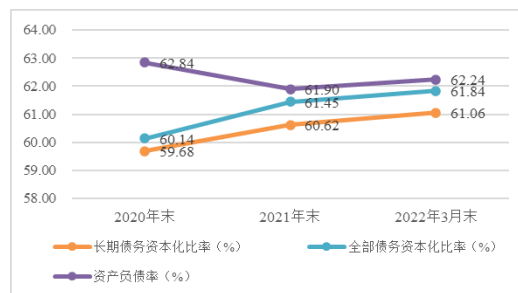
<sup>6</sup> 信保物业维修基金用于公司投资性房地产（信保大厦）的维修支出

图2 公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

图3 公司财务杠杆水平



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末, 公司全部债务 243.03 亿元, 较上年末增长 4.99%, 仍以长期债务为主。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较上年末分别下降 0.96 个百分点、提高 1.30 个百分点和提高 0.93 个百分点。

截至 2022 年 3 月末, 公司全部债务 247.10 亿元, 较上年末增长 1.68%, 仍以长期债务为主。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较上年末分别提高 0.34 个百分点、0.39 个百分点和 0.44 个百分点。整体看, 公司债务负担较重。

从有息债务期限分布来看, 公司 2022 年 4—12 月、2023 年、2024 年和 2025 年及之后需偿还有息债务规模分别为 8.00 亿元、10.10 亿元、18.52 亿元和 210.40 亿元。公司集中偿债压力不大。

#### 4. 盈利能力

受收费天数增加及车流量增长等因素影响, 2021 年, 公司营业收入有所增长, 公司扭亏为盈, 盈利能力有所提高, 但由于财务费用对利润侵蚀明显, 公司整体盈利能力仍较弱。

受收费天数增加及车流量增长等因素影响, 2021 年, 公司营业收入较上年增长 79.07%; 营业成本较上年增长 84.83%; 营业成本增速快于营业收入增速, 受此影响, 公司营业利润率较上年下降 2.04 个百分点。

表 12 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	16.19	28.99	6.10
营业成本	10.05	18.58	3.67
费用总额	10.45	11.36	3.10
其中: 管理费用	0.35	0.20	0.05
财务费用	10.10	11.15	3.05
投资收益	0.63	1.15	0.18
利润总额	-3.72	0.10	-0.52
营业利润率 (%)	37.60	35.57	39.35
总资产收益率 (%)	1.33	2.90	--
净资产收益率 (%)	-2.43	0.07	--

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

2021 年, 公司费用总额较上年增长 8.72%, 主要系财务费用增长所致。公司费用总额主要由管理费用和财务费用构成。2021 年, 公司期间费用率为 39.18%, 较上年减少 25.35 个百分点, 公司费用控制能力有所提升, 但财务费用对利润侵蚀仍明显。

2021 年, 公司投资收益较上年增长 83.48%, 主要为权益法核算的广三高速的投资收益。

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资产收益率和净资产收益率较上年分别提高 1.57 个百分点和 2.49 个百分点, 公司盈利能力有所提高但整体盈利能力仍较弱。

2022 年 1—3 月, 公司实现营业收入 6.10 亿元, 营业利润率 39.35%, 利润总额-0.52 亿元。

7 期间费用率=费用总额/营业收入\*100

## 5. 现金流

公司收入实现质量较高，受营业收入增长和往来款影响，公司经营活动现金净流入规模有所增长；由于公司高速公路建设投入减少，公司投资活动现金流出继续收窄，主业获现规模增加叠加公司高速公路投入规模下降，公司短期内融资需求不大。

经营活动方面，2021年，公司经营活动现金净流入规模较上年增长50.40%。公司经营活动现金流入量较上年增长83.16%，主要为通行费收入（受收费天数增加及车流量增长等因素影响有所增长）和往来款；同期，公司经营活动现金流出量较上年增长134.09%，主要为支付往来款。2021年，公司现金收入比略有提高，整体收入实现质量较高。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年 1—3月
经营活动现金流入小计	27.68	50.70	2.45
经营活动现金流出小计	15.94	33.05	0.46
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>11.73</b>	<b>17.65</b>	<b>1.99</b>
投资活动现金流入小计	0.89	1.23	0.03
投资活动现金流出小计	36.58	20.60	0.06
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-35.68</b>	<b>-19.37</b>	<b>-0.03</b>
筹资活动现金流入小计	50.77	20.58	3.24
筹资活动现金流出小计	21.28	22.29	3.21
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>29.49</b>	<b>-1.71</b>	<b>0.03</b>
现金收入比（%）	105.27	105.30	39.49

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入增长37.61%，主要为取得投资收益收到的现金；同期，投资活动现金流出较上年下降43.68%，主要系高速公路建设投入减少所致，公司下辖路产已通车。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金净流入。受高速公路建设投入减少影响，公司筹资活动现金流入下降59.46%，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出小幅增长4.73%，主要是偿还债务的本息支出以及融资手续费等。

2022年1—3月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流为净流入，投资活动现金流为净流出。

## 6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强，间接融资渠道尚可。

从短期能力指标看，截至2021年末，公司流动比率与速动比率较上年末均明显下降，现金短期债务比有所下降。截至2022年3月末，公司短期偿债指标较上年末均有所上升，现金短期债务比为2.58倍，总体看，公司短期偿债指标仍表现强。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA和EBITDA利息倍数覆盖倍数提升较大，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现仍较强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年 (末)	2021年 (末)	2022年 3月 (末)
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	409.58	295.98	339.50
	速动比率 (%)	367.70	276.36	316.11
	现金短期债务 比(倍)	5.13	2.29	2.58
长期 偿债 能力 指标	EBITDA (亿元)	11.26	21.90	--
	EBITDA利息 倍数(倍)	1.00	1.90	--
	全部债务 /EBITDA (倍)	20.55	11.10	--

注：上述指标部份为时点数

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至2022年4月末，公司不存在对外担保情况。

截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度298.62亿元，尚未使用额度35.86亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至2022年6月6日，公司不存在重大未决诉讼。

## 7. 母公司财务分析

**公司收入主要来自子公司，对子公司的控制能力较强，母公司债务负担轻。**

公司资产和营业收入主要来自子公司。母公司向子公司派遣高级管理人员，子公司重大事项需报母公司决策，母公司对子公司的管控能力较强。

截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的 46.49%；母公司所有者权益占合并口径的 106.04%；母公司全部债务占合并口径的 2.06%。

截至 2021 年末，母公司资产总额 186.02 亿元，较年初下降 0.55%。母公司所有者权益为 161.69 亿元，较年初增长 0.08%。母公司全部债务 5.01 亿元。其中，短期债务占 0.30%、长期债务占 99.70%。母公司全部债务资本化比率 3.01%。

2021 年，母公司营业收入为 2.25 亿元，利润总额为 1.13 亿元，其中，母公司投资收益为 1.15 亿元。

截至 2022 年 3 月末，母公司资产总额 185.75 亿元，所有者权益为 162.88 亿元；母公司资产负债率 12.31%；全部债务 5.00 亿元，仍以长期债务为主，全部债务资本化比率 2.98%，母公司债务负担轻。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 0.06 亿元，利润总额 0.17 亿元，投资收益 0.18 亿元。

## 十、外部支持

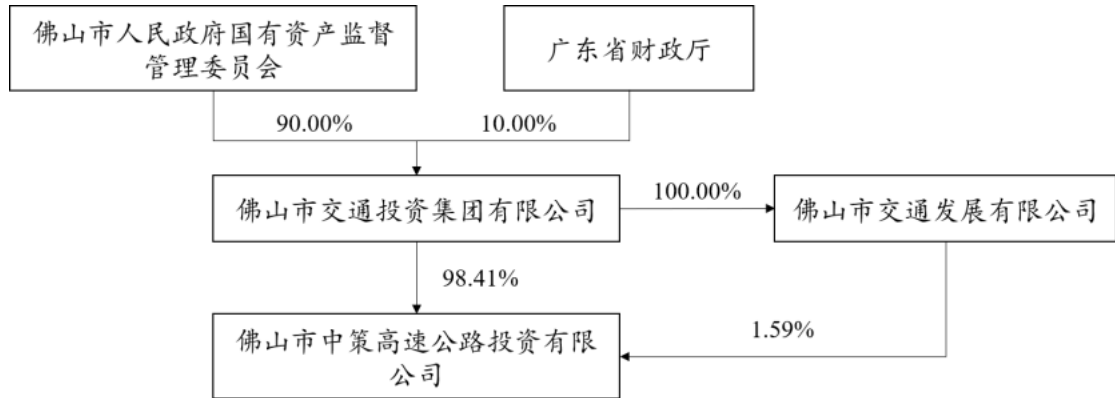
**公司在政府补助方面获得一定的外部支持。**

2021 年，公司收到政府补助 18.23 万元，计入其他收益。

## 十一、结论

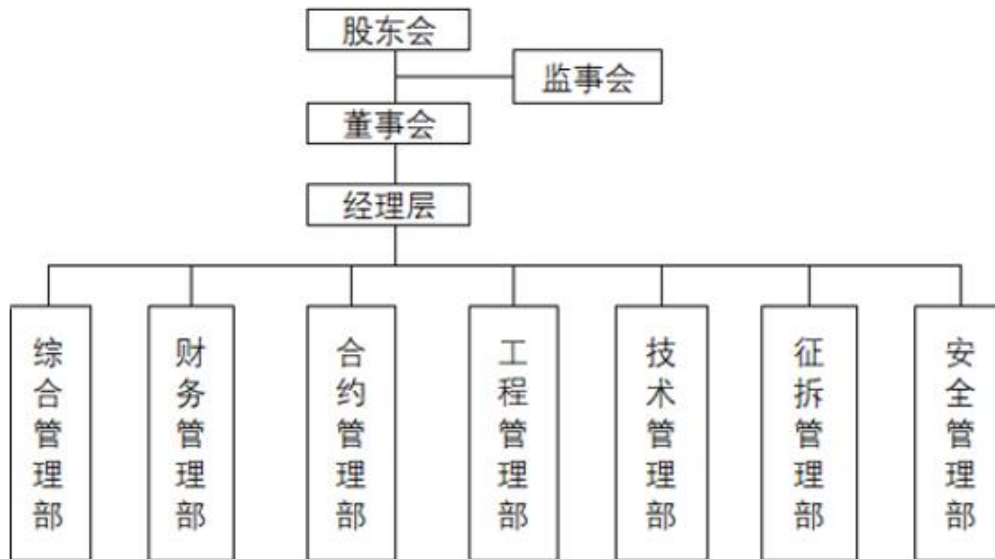
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“22 中策高速 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	持股比例 (%)	业务性质
1	佛山市中策广明高速公路有限公司	100.00	高速公路投资经营
2	佛山市佛清从高速公路有限公司	100.00	高速公路投资经营
3	佛山市广佛肇高速公路有限公司	100.00	高速公路投资经营
4	佛山市中策佛江北高速公路有限公司	100.00	高速公路投资经营
5	佛山市中策房地产开发有限公司	100.00	房地产开发

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	16.91	22.53	19.09	20.65
资产总额（亿元）	381.65	412.78	400.16	403.86
所有者权益（亿元）	157.12	153.38	152.48	152.50
短期债务（亿元）	8.06	4.39	8.35	8.00
长期债务（亿元）	181.67	227.08	234.68	239.10
全部债务（亿元）	189.73	231.47	243.03	247.10
营业收入（亿元）	1.78	16.19	28.99	6.10
利润总额（亿元）	0.20	-3.72	0.10	-0.52
EBITDA（亿元）	2.55	11.26	21.90	--
经营性净现金流（亿元）	1.85	11.73	17.65	1.99
<b>财务指标</b>				
现金收入比（%）	140.04	105.27	105.30	39.49
营业利润率（%）	6.38	37.60	35.57	39.35
总资本收益率（%）	0.38	1.33	2.90	--
净资产收益率（%）	0.12	-2.43	0.07	--
长期债务资本化比率（%）	53.62	59.68	60.62	61.06
全部债务资本化比率（%）	54.70	60.14	61.45	61.84
资产负债率（%）	58.83	62.84	61.90	62.24
流动比率（%）	149.11	409.58	295.98	339.50
速动比率（%）	135.59	367.70	276.36	316.11
经营现金流流动负债比（%）	9.80	141.32	136.00	--
现金短期债务比（倍）	2.10	5.13	2.29	2.58
EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	1.00	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	74.45	20.55	11.10	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	2.55	2.45	12.50	10.20
资产总额（亿元）	186.36	187.05	186.02	185.75
所有者权益（亿元）	160.94	161.56	161.69	162.88
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.00	5.00
全部债务（亿元）	0.00	0.00	5.01	5.00
营业收入（亿元）	0.00	0.00	2.25	0.06
利润总额（亿元）	1.18	0.63	1.13	0.17
EBITDA（亿元）	1.18	0.63	1.13	--
经营性净现金流（亿元）	0.39	5.50	10.52	-0.30
<b>财务指标</b>				
现金收入比（%）	*	*	108.09	-29.51
营业利润率（%）	*	*	-0.12	-8.60
总资本收益率（%）	0.73	0.39	0.68	--
净资产收益率（%）	0.73	0.39	0.70	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	3.00	2.98
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	3.01	2.98
资产负债率（%）	13.64	13.63	13.08	12.31
流动比率（%）	2115.03	1589.31	229.41	247.97
速动比率（%）	2114.92	1527.26	229.41	246.20
经营现金流动负债比（%）	27.53	366.29	54.40	--
现金短期债务比（倍）	*	*	840.57	*
EBITDA 利息倍数（倍）	*	*	*	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.00	0.00	4.42	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. “/”表示数据未获得；3. “\*”代表数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持