

# 信用评级公告

联合〔2023〕4214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+，“22中策高速MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十五日

# 佛山市中策高速公路投资有限公司 2023 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

评级时间：2023 年 6 月 15 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路企业信用评级方法	V4.0.202208
收费公路企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa <sup>+</sup>
个体调整因素				--
个体信用等级				aa <sup>+</sup>
外部支持调整因素				--
评级结果				AA <sup>+</sup>

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，佛山市中策高速公路投资有限公司（以下简称“公司”）仍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是佛山市与周边城市连通的主要道路，路产质量较好，公司在政府补助方面继续获得外部支持。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，整体盈利能力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车流量逐步恢复，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. **公司外部经营环境良好。**2022 年，佛山市地区生产总值为 12698.39 亿元，按可比价格计算，较上年增长 2.1%；佛山市一般公共预算收入为 796.94 亿元，剔除留抵退税因素后同口径同比增长 2.32%，佛山市经济及财政实力稳步增长。

2. **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。

3. **继续获得外部支持。**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，在政府补助方面持续获得外部支持。

## 关注

1. **公司债务负担较重。**截至 2023 年 3 月末，公司全部债务为 261.49 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.55% 和 63.08%，公司债务负担较重。

2. **公司整体盈利能力弱。**2022 年，公司营业总收入有所下降，期间费用率为 39.83%，财务费用对利润侵蚀仍明显；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.66% 和 -0.18%，整体盈利能力弱。

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
控股路产里程 (公里)	165.55	216.63	95.60	400.03
单公里通行费收入 (万元/年)	1530.05	771.82	1176.73	431.18
资产总额 (亿元)	407.36	723.26	509.46	119.33
所有者权益 (亿元)	153.37	315.11	242.73	58.52
营业总收入 (亿元)	28.73	51.88	71.52	18.03
利润总额 (亿元)	-0.25	1.84	6.79	13.51
资产负债率 (%)	62.35	56.43	52.36	50.96
全部债务资本化比率 (%)	61.93	50.18	45.22	49.09
全部债务/EBITDA (倍)	12.08	18.03	9.27	2.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.88	1.12	3.13	10.00

注: 1. 公司 1 为沧州交通发展(集团)有限责任公司, 公司 2 嘉兴市高等级公路投资有限公司, 公司 3 为重庆渝东高速公路有限公司; 2. 公司 1、公司 2 和公司 3 相关数据来源为 wind, 未进行资本化利息和债务调整  
资料来源: 联合资信根据公开资料及公司财务数据整理

分析师:

崔莹 赵晓敏

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	22.53	19.93	34.43	36.02
资产总额 (亿元)	412.78	403.44	407.36	419.85
所有者权益 (亿元)	153.38	153.91	153.37	153.03
短期债务 (亿元)	4.39	8.35	10.52	6.60
长期债务 (亿元)	227.08	234.68	238.97	254.89
全部债务 (亿元)	231.47	243.03	249.49	261.49
营业总收入 (亿元)	16.19	31.28	28.73	7.34
利润总额 (亿元)	-3.72	0.06	-0.25	-0.33
EBITDA (亿元)	11.26	21.97	20.66	--
经营性净现金流 (亿元)	11.73	17.66	24.81	-6.15
营业利润率 (%)	37.60	34.17	36.19	36.72
净资产收益率 (%)	-2.43	0.04	-0.18	--
资产负债率 (%)	62.84	61.85	62.35	63.55
全部债务资本化比率 (%)	60.14	61.22	61.93	63.08
流动比率 (%)	409.58	266.93	317.08	511.30
经营现金流动负债比 (%)	141.32	119.15	165.50	--
现金短期债务比 (倍)	5.13	2.39	3.27	5.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.00	1.91	1.88	--
全部债务/EBITDA (倍)	20.55	11.06	12.08	--

公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	187.05	186.02	186.39	186.52
所有者权益 (亿元)	161.56	161.69	164.04	164.25
全部债务 (亿元)	0.00	5.01	10.13	10.00
营业总收入 (亿元)	0.00	2.25	1.97	0.06
利润总额 (亿元)	0.63	1.13	1.70	0.16
资产负债率 (%)	13.63	13.08	11.99	11.94
全部债务资本化比率 (%)	0.00	3.01	5.81	5.74
流动比率 (%)	1589.31	229.41	354.67	359.14
经营现金流动负债比 (%)	366.29	54.40	23.30	--

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 2020 及 2021 年财务数据均采用期初数; 3. 公司 2023 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	2022/06/06	崔莹 赵晓敏	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 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
22 中策高速 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2022/01/27	崔莹 赵晓敏	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 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</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、本报告所列示的主体评级及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。

九、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 2023 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，公司经营范围未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 135.97 亿元。股权结构方面，2022 年 6 月，佛山市交通发展有限公司（以下简称“佛山交发”）持有的 1.59% 股权被划转至佛山市交通投资集团有限公司（以下简称“佛山交通集团”）。截至 2023 年 3 月末，公司唯一股东为佛山交通集团，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 2023 年 3 月末，公司内设财务管理部、投资发展部和技术管理部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2022 年末，公司资产总额 407.36 亿元，所有者权益 153.37 亿元（少数股东权益 0.37 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 28.73 亿元，利润总额-0.25 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 419.85 亿元，所有者权益 153.03 亿元（少数股东权益 0.36 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.34 亿元，利润总额-0.33 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 3801 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 2023 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，“21 中策 01”和“22 中策高速 MTN001”<sup>1</sup>募集资金均已按指定用途使用，均在付息日正常付息。

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：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市

<sup>1</sup> 下一行权日为 2025 年 4 月 20 日

场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 高速公路行业

#### （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《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年底，中国高速公路通车里程达 16.12 万公里，较 2020 年底增加 0.83 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较 2020 年底增加 0.40 万公里。2021 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年底提高 0.10 个百分点。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、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年底高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年底提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。根据《2023 年政府工作报告》，截至 2022 年底，中国高速公路通车里程达 17.7 万公里，较 2021 年底增加 1.58 万公里。

根据交通运输部发布的统计数据，从运输服务来看，2022 年公路旅客运输量和货物运输量分别为 354643 万人和 3711928 万吨，分别同比下降 30.3% 和 5.5%，分别占当年国内营业性旅客运输总量和货物运输总量的 63.47% 和 73.27%。整体看，受外部环境影响，2022 年公路旅客运输量大幅下降，对货物运输量影响相对较小，公路运输依靠其相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，运输量在中国交通运输体系中仍占据主导地位。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2022 年受出行政策等因素影响，公路行业景气度受到较大冲击，营业性旅客出行运输总量和周转率均大幅下降。

表 2 2017—2022 年中国公路运输主要指标情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年		2022年	
					绝对值	同比(%)	绝对值	同比(%)
营业性旅客运输总量(亿人次)	145.68	136.50	130.10	68.94	50.87	-26.2	35.46	-30.3
旅客运输周转量(亿人公里)	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	3627.54	-21.8	2407.54	-33.7
营业性货物运输总量(亿吨)	368.69	395.69	343.50	342.64	391.39	14.2	371.19	-5.5
货物运输周转量(亿吨公里)	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	69087.65	14.8	68958.04	-1.2

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023年1—4月，随着公众出行意愿的增强以及经济复苏，中国公路营业性客运量为13.62亿人，同比增长11.2%；同期，公路货运量120.38万吨，同比增长17.4%。整体看，公路客运量和货运量均有所增长，但客运量仍在低位运行。

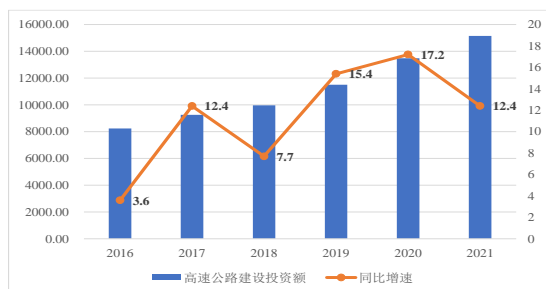
## (2) 行业特点

**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。

2021年，中国高速公路建设完成投资15151.0亿元，增长12.4%，增速较2020年(17.2%)回落4.8个百分点，投资规模及增速维持高位。2022年1—11月，公路建设完成投资2616.84亿元，同比增长9.1%。

图1 2016—2021年中国高速公路建设投资情况  
(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

表3 2016—2021年中国高速公路通行费收入及支出情况

**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。**2021年，中国高速公路通行费总收入同比增长36.48%，主要系2020年2月17日至5月5日全国收费公路免收79天车辆通行费，2020年高速公路通行费收入基数较低所致；2021年，支出总额(存量项目还本付息支出、养护支出等)同比增长4.56%，通行费收支缺口下降至6047.29亿元，同比下降15.75%，收支缺口巨大。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2021年占82.33%，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。

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2021年	
					绝对值	同比(%)	绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.20	-17.74	6232.02	36.48
支出总额(亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85	12279.31	4.56
其中: 偿还债务利息支出(亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92	3245.15	11.34
偿还债务本金支出(亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88	6864.32	0.27
收支缺口(亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56	6047.29	-15.75
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--	1.92	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--	0.91	--

资料来源: 联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

### (3) 行业政策

近年来高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求, 加大对公路交通项目投资方面的支持, 同时助力防范化解收费公路存量债务风险, 对行业信用风险起到了缓释作用。

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。

2018年12月, 交通运输部发布《公路法修正案(草案)》和《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》。作为深化收费公路制度改革的重要实践, 上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率, 但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将有所降低。同年, 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。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年, 为加快建设交通强国, 构建现代化高质量国家综合立体交通网, 政府相关部门陆续出台系列政策、规划, 推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月, 中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》, 强调要构建完善的国家综合立体交通网, 完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络, 构建以铁路为主干, 以公路为基础, 水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日, 交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案(2021—2025年)》, 指出到2025年, 打造一批交通新基建重点工程, 形成一批可复制推广的应用场景, 制修订一批技术标准规范, 促

进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

2023年2月，人民银行、交通运输部、银保监会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门应加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持续发展；发挥结构性货币政策工具引导

作用和债券市场融资支持作用，鼓励交通物流企业发行公司信用类债券融资；加大对基础设施和重大项目建设的市场化资金支持，助力强国建设。

#### （4）未来发展

**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步增长，投资规模维持较高水平，未来仍有较大发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，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。**

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。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；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，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据国家发展改革委和交通运输部印发的《国家公路网规划》，到2030年中国将建成总规模约16.2万公里（含远景展望线约0.8万公里）的国家高速公路，普通国道约29.9万公里，其中国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及6条地区环线、12条都市圈环线、30条城市绕城环线、31条并行线和163条联络线组成。具体来看，在十四五期间，根据交通运输部印发的《公路“十四五发展规划”》，中国要提升基础设施供给能力和质量，加强公路与其他运输方式的衔接，协调推进公路快速网、干线网和基础网建设，优化路网结构，扩大覆盖范围；有序推进具有重要作用的国家高速公路建设，优先打通主线和省际待贯通路段，实现“71118”国家高速公路主线基本贯通；推进城市群地区拥堵路段和城镇过境路段改造，实现东中部地区普通国道

基本达到二级及以上标准，西部地区普通国道二级及以上公路比重达到 70%，基本建成与国家综合立体交通网相衔接、有效满足客货运需求的国家公路网络。

## 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《2022 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2022 年广东实现地区生产总值（初步核算数）129118.58 亿元，同比增长 1.9%。其中，第一产业增加值 5340.36 亿元，同比增长 5.2%；第二产业增加值 52843.51 亿元，同比增长 2.5%；第三产业增加值 70934.71 亿元，同比增长 1.2%。三次产业结构比重为 4.1:40.9:55.0。人均地区生产总值为 101905 元。

2022 年，广东省全年地方一般公共预算收入 13279.73 亿元，剔除留抵退税因素后同口径（以下简称“同口径”）同比增长 0.6%。其中，税收收入 9285.22 亿元，同口径同比下降 5.4%。全年一般公共预算支出 18509.93 亿元，同比增长 1.6%。财政自给率<sup>2</sup>为 71.74%。

交通运输方面，截至 2022 年末，全省公路通车里程 22.3 万公里，其中高速公路里程 11211 公里，较年初增长 1.5%。广东省全年货物运输周转量 28438.54 亿吨公里，同比增长 0.1%（其中公路运输周转量为 2710.33 亿吨公里，同比下降 9.1%）；旅客运输周转量 1621.35 亿人公里，同比下降 31.1%（其中公路旅客运输周转量 193.83 亿人公里，同比下降 27.1%）。全省民用汽车保有量 2898.36 万辆，较年初增长 7.3%。其中，私人汽车 2395.04 万辆，较年初增长 8.2%。

根据广东省交通运输厅官网披露，2023 年 1—3 月，全省高速公路完成投资 192.95 亿元，实际完成年目标的 15.56%。

2023 年 1—3 月，广东省公路货物周转量

和旅客周转量分别完成 6252.41 亿吨公里和 56.29 亿人公里，同比分别增长 1.8%和 12.6%。

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》，“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《2022 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 12698.39 亿元，按可比价格计算，较上年增长 2.1%。2022 年，第一产业增加值 221.13 亿元，同比增长 6.3%；第二产业增加值 7129.80 亿元，同比增长 2.8%；第三产业增加值 5347.46 亿元，同比增长 1.0%。

2022 年，佛山市固定资产投资较上年下降 3.6%，其中项目投资同比增长 11.8%，房地产开发投资同比下降 16.5%；基础设施投资同比增长 10.6%，占全部固定资产投资比重 16.9%；民间投资同比下降 4.4%，占全部固定资产投资比重 72.1%。

交通运输方面，2022 年，佛山市公路旅客运输总量 1773.91 万人，同比下降 11.1%；公路旅客运输周转量 15.07 亿人公里，同比下降 19.6%。2022 年，佛山市公路货物运输总量

<sup>2</sup> 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%

<sup>3</sup> “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

20714.39 万吨，同比下降 7.1%；公路货物周转量 164.83 亿吨公里，同比下降 5.7%。

根据《2022 年佛山市各区一般公共预算收支情况》，2022 年，佛山市一般公共预算收入为 796.94 亿元，同口径同比增长 2.32%；一般公共预算支出为 1021.22 亿元，财政自给率为 78.04%。

根据佛山市统计局数据，2023 年 1—3 月，佛山市实现地区生产总值 2872.90 亿元，同比增长 4.1%。同期，佛山市实现一般公共预算收入 181.73 亿元，同比增长 2.81%；一般公共预算支出 245.05 亿元，同比下降 0.83%。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2023 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，公司股权结构发生变化，佛山交通集团成为公司唯一股东，佛山市国资委为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司仍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 2023 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(2021 年末约为 712 公里)的 23.25%；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 2023 年 4 月 20 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 6 月 5 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4 公司董事变动情况

姓名	担任职务	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 2022 年 4 月完成公司登记备案  
资料来源：公司提供

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**受道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免政策影响，2022 年，公司营业总收入有所下降。受占比高的收费公路业务毛利率提升影响，公司综合毛利率较上年小幅提升。**

公司营业总收入主要来源于收费公路业务。2022 年，公司营业总收入较上年下降

8.15%，主要受道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免政策的影响所致。其他业务收入小幅增长主要系公司合并范围内新增 2 家子公司所致。

毛利率方面，收费公路业务毛利率有所增长主要系 2022 年专项养护支出减少、成本下降

所致。其他业务毛利率为负，主要系路产建设业务施工原材料价格上涨所致。受占比高的收费公路业务毛利率提升影响，公司综合毛利率较上年提高 2.17 个百分点。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.34 亿元，同比增长 20.40%，综合毛利率为 37.06%。

表 5 公司营业总收入构成与毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2021 年			2022 年			2023 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	28.99	92.68	35.91	25.88	90.08	41.79	6.50	88.56	59.82
其他业务	2.29	7.32	13.10	2.85	9.92	-0.10	0.84	11.44	1.79
合计	31.28	100.00	34.50	28.73	100.00	36.67	7.34	100.00	37.06

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、路产建设收入和油品销售收入  
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。公司整体路产质量较好。跟踪期内，公司控股路产收费里程无变动，受道路交通需求下降及第四季度对货车通行费部分减免影响，公司单公里通行费有所下降。

### （1）控股路产概况

截至 2023 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，较上年无变动，占佛山市高速公路通车总里程（2021 年末约为 712 公里）的 23.25%。2022 年，公司控股路产单公里通行费为 1530.05 万元/公里，较上年下降 9.83%，主要系道路交通需求下降及第四季度对货车通行费部分减免所致。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 4 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 6 截至 2023 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)	单公里通行费收入 (2022 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	1690.73	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	2102.13	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	1254.63	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	1062.80	100.00	2020 年 1 月	25 年
合计	--	165.55	1696.77	1530.05	--	--	--

注：上表通行费收入为不含税收入  
资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月末，公司无在建高速公路项目。拟建高速公路项目方面，公司计划建设“东阿至郓城公路东阿至梁山段”项目，为经营性高速公路，公司持股 60.00%。该项目总投资 82.32 亿元，其中 20.00% 为项目资本金，

80.00% 为项目贷款。

### （2）高速公路运营情况及收费标准

跟踪期内，公司通行费收费标准无变化。

2022 年，公司通行费收入较上年下降主要系道路交通需求下降及第四季度对货车通行

费部分减免所致。2023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28.49%和25.66%。

表7 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		
	2021年	2022年	2023年1—3月	2021年	2022年	2023年1—3月
广明高速公路陈村至西樵段	5264	5452	1436	9.82	8.08	2.06
佛江高速公路和顺至陈村段	5649	4546	1215	9.20	8.11	1.99
广佛肇高速公路佛山段	1196	2824	775	3.91	4.74	1.28
佛清从高速公路南段	3018	1615	687	5.16	4.40	1.17
合计	15127	14437	4113	28.09	25.33	6.50

注：上表通行费收入为不含税收入  
资料来源：公司提供

高速公路养护方面，2022年，公司养护支出为8746.79万元，较上年下降46.01%，主要系2021年广佛肇高速公路全线通车和新建路段沿线电力设备、电费增加，养护支出较多，2022年专项养护支出减少所致。

### （3）参股路产概况

跟踪期内，公司参股路产情况无变化。截至2023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。

2022年以及2023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0.74亿元和0.17亿元。

### 3. 其他业务

**公司其他业务主要为路产建设业务，对公司营业总收入形成一定的补充。**

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。兴云路为一级公路，长4.72公里，路幅宽42米，总投资2.88亿元，截至2022年末已完工。2021、2022年，公司分别确认代建收入

2.15亿元和1.73亿元，对公司营业总收入形成一定的补充。

### 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；此外，根据佛山市“十四五”及未来市级交通公路项目规划，公司计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2022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2023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，2022年，公司划入子公司2家。2023年一季度，公司合并范围未发生变化。截至2023年3月末，公司纳入合并范围子公司7家。公司发生变动的子公司规模较小，公司整体财务数据的可比性强。

### 2. 资产质量

**跟踪期内，公司资产规模变动不大，公司资产以控股收费公路资产为主，整体资产质量较好。**

截至 2022 年末，公司资产总额较年初增长 0.97%，主要系流动资产增长所致。公司资产结构较年初变化不大。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>39.56</b>	<b>9.80</b>	<b>47.54</b>	<b>11.67</b>	<b>60.83</b>	<b>14.49</b>
货币资金	19.93	4.94	34.43	8.45	36.02	8.58
其他应收款	9.32	2.31	3.90	0.96	15.45	3.68
<b>非流动资产</b>	<b>363.88</b>	<b>90.20</b>	<b>359.82</b>	<b>88.33</b>	<b>359.01</b>	<b>85.51</b>
固定资产	352.22	87.31	348.43	85.53	345.77	82.36
在建工程	0.11	0.03	0.02	0.00	2.07	0.49
<b>资产总额</b>	<b>403.44</b>	<b>100.00</b>	<b>407.36</b>	<b>100.00</b>	<b>419.85</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 2022 年末，公司流动资产较年初增长 20.19%。

截至 2022 年末，公司货币资金较年初增长 72.74%，主要系其他应收款收回和融资规模扩大所致。同期末，公司受限部分货币资金为 0.02 亿元，主要为被冻结的银行存款<sup>4</sup>及银行资产业务保证金。

截至 2022 年末，公司其他应收款较年初下降 58.14%，主要为往来款。应收对象主要为当地国有企业，集中度高，款项回收风险一般。同期末，已计提坏账准备 0.14 亿元。

表 9 截至 2022 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	占其他应收款余额的比例 (%)
佛山交发	2.57	63.71
佛山交通集团	1.06	26.25
金联有限公司 <sup>5</sup>	0.08	1.95
信保物业维修基金 <sup>6</sup>	0.07	1.85
佛山佛陈公路发展有限公司	0.06	1.49
<b>合计</b>	<b>3.84</b>	<b>95.25</b>

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年末，公司非流动资产较年初下

降 1.12%。

截至 2022 年末，公司固定资产较年初下降 1.08%，主要系道路资产折旧所致。

截至 2022 年末，公司在建工程较年初下降 0.09 亿元，变动较小，公司在建工程主要为加油站及服务区项目。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 3.06%，资产结构较年初变化不大。

截至 2023 年 3 月末，公司无受限货币资金。公司将高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，截至 2022 年末，公司长期借款中质押及保证借款为 239.07 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 2022 年末，公司所有者权益 153.37 亿元，较年初下降 0.35%，主要系未分配利润下降所致。在所有者权益中，实收资本占 88.66%，资本公积占 17.08%。同期末，公司实收资本较年初无变动，资本公积较年初小幅增长 0.32 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益 153.03 亿元，较年初下降 0.22%，主要系留存

<sup>4</sup> 工程类案件纠纷冻结款

<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

收益下降所致，所有者权益结构较年初变化不大。公司所有者权益稳定性强。

公司全部债务规模变化不大，整体债务负担较重，以长期债务为主。

截至 2022 年末，公司负债总额较年初增长 1.79%，主要系应付债券增长所致，公司负债构成仍以非流动负债为主。

## (2) 负债

表 10 公司负债主要构成情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	14.82	5.94	14.99	5.90	11.90	4.46
一年内到期的非流动负债	8.35	3.34	10.52	4.14	6.60	2.47
非流动负债	234.71	94.06	239.00	94.10	254.92	95.54
长期借款	229.68	92.05	228.97	90.15	244.89	91.78
应付债券	5.00	2.00	10.00	3.94	10.00	3.75
负债总额	249.52	100.00	253.99	100.00	266.82	100.00

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年末，公司流动负债较年初增长 1.18%。

截至 2022 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增加 2.18 亿元，主要系长期借款中一年内到期部分转入所致。

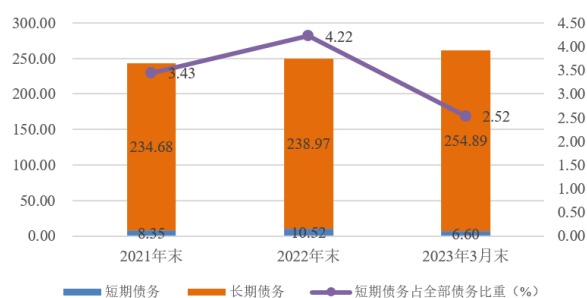
截至 2022 年末，公司非流动负债较年初增

长 1.83%。

截至 2022 年末，公司长期借款较年初下降 0.31%，主要为高速公路项目银团借款（质押及保证借款）。

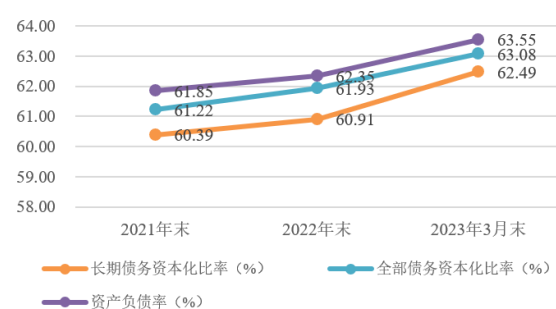
截至 2022 年末，公司应付债券较年初增加 5.00 亿元，主要系公司发行“22 中策高速 MTN001”所致。

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 2022 年末，公司全部债务较年初增长 2.66%，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年初变动不大。

截至 2023 年 3 月末，公司负债总额较年初增加 12.83 亿元，主要系融资规模扩大，长期借款增长所致。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务较年初增长 4.81%，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年初均有小幅上升。整体看，公司债务负担较重。融资渠道方面，公司银行借款和债券融资占比分别为 95.94% 和 4.06%。

从有息债务期限分布来看，公司 2023 年 4

—12月、2024年、2025年和2026年需偿还有息债务规模分别为6.60亿元、18.60亿元、22.60亿元和15.33亿元。公司集中偿债压力不大。

#### 4. 盈利能力

受道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免政策的影响，2022年，公司营业总收入有所下降，财务费用虽有所下降但对利润侵蚀仍明显，公司整体盈利能力弱。

受道路交通需求下降叠加第四季度对货车通行费部分减免政策的影响，2022年，公司营业总收入较上年下降8.15%；营业成本较上年下降11.18%；营业成本增速高于营业总收入增速，受此影响，公司营业利润率较上年提高2.02个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
营业总收入	31.28	28.73	7.34
营业成本	20.49	18.20	4.62
费用总额	11.78	11.44	3.20
其中：销售费用	0.21	0.24	0.07
管理费用	0.42	0.52	0.11
财务费用	11.15	10.68	3.01
投资收益	1.15	0.80	0.17
利润总额	0.06	-0.25	-0.33
营业利润率（%）	34.17	36.19	36.72
总资本收益率（%）	2.88	2.66	--
净资产收益率（%）	0.04	-0.18	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2022年，公司费用总额较上年下降2.82%，主要系财务费用下降所致。2022年，公司期间费用率为39.83%，较上年增加2.18个百分点，公司费用控制能力有所下降，财务费用对利润侵蚀明显。

2022年，公司投资收益较上年下降30.22%，主要为权益法核算的广三高速的投资收益。

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益

率和净资产收益率较上年均下降0.22个百分点，公司盈利能力有所下降，整体盈利能力弱。

2023年1—3月，公司实现营业总收入7.34亿元，营业利润率36.72%，利润总额-0.33亿元。

#### 5. 现金流

公司收入实现质量高，受往来款流入大幅增长影响，公司经营活动现金净流入规模扩大；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；公司控股高速公路均已通车，公司短期内融资需求不大。

经营活动方面，2022年，公司经营活动现金流入较上年增长42.50%，主要系往来款流入大幅增长所致；同期，公司经营活动现金流出较上年增长43.47%，主要为支付的往来款。受往来款收入大幅增长影响，公司经营活动现金净流入规模扩大。2022年，公司现金收入比小幅下降，整体收入实现质量高。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	53.22	75.84	7.93
经营活动现金流出小计	35.57	51.03	14.07
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>17.66</b>	<b>24.81</b>	<b>-6.15</b>
投资活动现金流入小计	1.23	1.37	0.01
投资活动现金流出小计	21.01	6.87	2.09
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-19.78</b>	<b>-5.50</b>	<b>-2.08</b>
筹资活动现金流入小计	20.88	14.71	12.82
筹资活动现金流出小计	22.29	19.47	3.31
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-1.41</b>	<b>-4.76</b>	<b>9.51</b>
现金收入比（%）	105.51	100.08	105.20

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

投资活动方面，2022年，公司投资活动现金流入较上年增长11.39%，主要为取得投资收益收到的现金；同期，公司投资活动现金流出较上年下降67.31%，主要系公司下辖路产已通车，高速公路建设投入减少所致。受此影响，2022年，公司投资活动净流出规模缩小。

筹资活动方面，2022年，公司筹资活动现金流入较上年下降29.55%，主要为银行贷款收

<sup>7</sup> 期间费用率=费用总额/营业总收入\*100%

到的现金。同期，公司筹资活动现金流出较上年下降 12.64%，主要为偿还债务的本息支出及融资手续费等。2022 年，公司筹资活动净流出规模扩大。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流和投资活动现金流均为净流出，因融资规模扩大，筹资活动现金转为净流入。

## 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，间接融资渠道有待拓宽。**

短期偿债指标方面，截至 2022 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所增长。截至 2023 年 3 月末，公司短期偿债指标较年初大幅上升，现金短期债务比为 5.46 倍，总体看，公司短期偿债指标表现强。

长期偿债指标方面，2022 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数较上年均有所下降，全部债务/EBITDA 有所增长。整体看，公司长期偿债指标仍表现较强。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 3 月(末)
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	266.93	317.08	511.30
	速动比率 (%)	249.34	299.51	489.11
	现金短期债务比 (倍)	2.39	3.27	5.46
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	21.97	20.66	--
	全部债务/EBITDA (倍)	11.06	12.08	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.91	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年 4 月末，未发现公司存在对外担保情况。

截至 2023 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 18.23 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2023 年 6 月 5 日，未发现公司存在重大未决诉讼。

## 7. 公司本部财务分析

**公司合并口径营业总收入主要来自子公司，公司对子公司的管控能力较强，公司本部债务负担轻。**

公司合并口径资产和营业总收入主要来自子公司。公司本部向子公司委派高级管理人员，子公司重大事项需报公司本部决策，公司本部对子公司的管控能力较强。

截至 2022 年末，公司本部资产占合并口径的 45.76%，所有者权益占合并口径的 106.96%，全部债务占合并口径的 4.06%。2022 年，公司本部营业总收入占合并口径的 6.87%，利润总额为 1.70 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司本部资产占合并口径的 44.43%；公司本部所有者权益占合并口径的 107.33%，公司本部全部债务占合并口径的 3.82%，全部债务资本化比率为 5.74%，短期债务为零，公司本部整体债务负担轻。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入占合并口径的 0.85%，利润总额为 0.16 亿元。

## 十、外部支持

### 1. 支持能力

2020—2022 年，佛山市经济持续发展，一般公共预算收入（剔除留抵退税因素影响）持续增长，税收占比较高。截至 2022 年末，佛山市政府债务余额为 2277.81 亿元，政府债务率约为 168.22%<sup>8</sup>。佛山市政府支持能力非常强。

### 2. 支持可能性

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，控股高速公路具有较好的车流量基础和路网效应。佛山市国资委为公司实际控制人。

2022 年，公司收到政府补助 13.03 万元，计入其他收益。

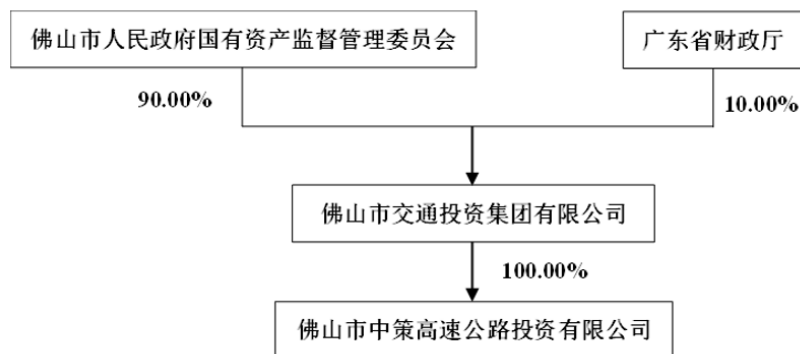
<sup>8</sup> 地方政府债务率=地方政府债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金收入)\*100.00%

公司的国资背景和区域地位有利于其获得政府支持，且公司在政府补助等方面持续获得政府支持，政府支持可能性非常大。

## 十一、结论

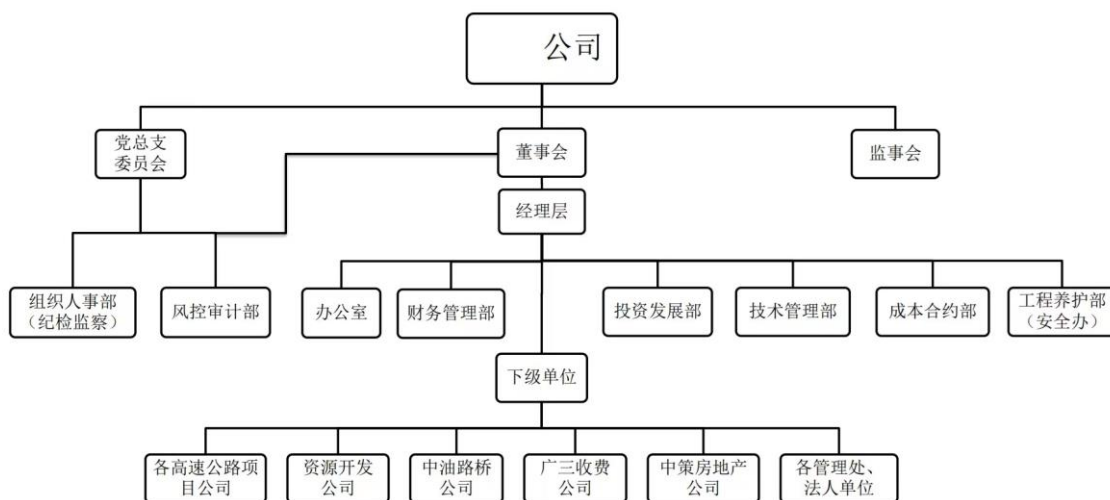
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“22 中策高速 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 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	取得方式
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	投资设立
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	投资设立
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	投资设立
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	投资设立
5	佛山市中策房地产开发有限公司	100.00%	房地产开发	投资设立
6	佛山路桥资源开发有限公司	100.00%	房地产业	无偿划拨
7	佛山市中油路桥能源有限公司	51.00%	商务服务业	无偿划拨

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	22.53	19.93	34.43	36.02
资产总额 (亿元)	412.78	403.44	407.36	419.85
所有者权益 (亿元)	153.38	153.91	153.37	153.03
短期债务 (亿元)	4.39	8.35	10.52	6.60
长期债务 (亿元)	227.08	234.68	238.97	254.89
全部债务 (亿元)	231.47	243.03	249.49	261.49
营业总收入 (亿元)	16.19	31.28	28.73	7.34
利润总额 (亿元)	-3.72	0.06	-0.25	-0.33
EBITDA (亿元)	11.26	21.97	20.66	--
经营性净现金流 (亿元)	11.73	17.66	24.81	-6.15
<b>财务指标</b>				
现金收入比 (%)	105.27	105.51	100.08	105.20
营业利润率 (%)	37.60	34.17	36.19	36.72
总资产收益率 (%)	1.33	2.88	2.66	--
净资产收益率 (%)	-2.43	0.04	-0.18	--
长期债务资本化比率 (%)	59.68	60.39	60.91	62.49
全部债务资本化比率 (%)	60.14	61.22	61.93	63.08
资产负债率 (%)	62.84	61.85	62.35	63.55
流动比率 (%)	409.58	266.93	317.08	511.30
速动比率 (%)	367.70	249.34	299.51	489.11
经营现金流动负债比 (%)	141.32	119.15	165.50	--
现金短期债务比 (倍)	5.13	2.39	3.27	5.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.00	1.91	1.88	--
全部债务/EBITDA (倍)	20.55	11.06	12.08	--

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 2020 年及 2021 年财务数据均采用期初数；3. 公司 2023 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)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	2.45	12.50	20.28	14.11
资产总额 (亿元)	187.05	186.02	186.39	186.52
所有者权益 (亿元)	161.56	161.69	164.04	164.25
短期债务 (亿元)	0.00	0.01	0.13	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	5.00	10.00	10.00
全部债务 (亿元)	0.00	5.01	10.13	10.00
营业总收入 (亿元)	0.00	2.25	1.97	0.06
利润总额 (亿元)	0.63	1.13	1.70	0.16
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	5.50	10.52	2.88	-6.45
<b>财务指标</b>				
现金收入比 (%)	*	108.09	22.67	141.01
营业利润率 (%)	*	-0.12	49.22	-10.18
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	0.39	0.70	1.04	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	3.00	5.75	5.74
全部债务资本化比率 (%)	0.00	3.01	5.81	5.74
资产负债率 (%)	13.63	13.08	11.99	11.94
流动比率 (%)	1589.31	229.41	354.67	359.14
速动比率 (%)	1527.26	229.41	354.67	359.14
经营现金流动负债比 (%)	366.29	54.40	23.30	--
现金短期债务比 (倍)	*	840.57	159.62	*
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

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. 标记“/”的数据及指标代表数据及指标无法获取；3. 标注“-”处表示部分指标不适用；4. “\*”代表数据因分母为零无法计算

资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

### 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