

信用等级公告

联合〔2020〕211号

联合资信评估有限公司通过对广东省高速公路发展股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定广东省高速公路发展股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，广东省高速公路发展股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月十日



广东省高速公路发展股份有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点

广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“公司”）是由广东省交通集团有限公司控股的A股、B股上市公司，主要从事广东省内高速公路的投资建设和运营管理。公司控股经营的高速公路区位优势明显，路产质量优良，近年来通行费收入呈增长趋势；参股路产获取的投资收益对公司利润形成有力补充，公司整体盈利能力强，债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营业务相对单一，核心路产收费期限到期等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

随着公司核心路产改扩建工程的完工通车，公司路产整体车流量及通行费收入有望增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流及EBITDA对本期中票保障能力强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

评级时间：2020年2月10日

债项概况：

本期中期票据发行规模：7.5亿元

本期中期票据期限：5年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务及补充流动资金

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	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	aaa		评级结果	AAA
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	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级

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

优势

1. 广东省经济发达，近年来高速公路网不断完善，带动路网效益增强，公路客货运量呈增长趋势，公司发展的外部环境良好。
2. 公司控股的高速公路均位于经济发达的珠江三角洲地区，车流量大、单公里通行费收入水平高，路产质量优良。
3. 受益于区域经济发展、路网效益增强等因素综合影响，公司控股高速通行费收入呈增长趋势，参股路产获取的投资收益对利润形成有力补充，公司整体盈利能力强。
4. 公司整体债务负担较轻，融资渠道畅通。

关注

1. 广佛高速将于2021年12月7日收费到期，届时将对公司通行费收入产生不利影响。

分析师：赵传第 陈铭哲

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

2. 2020 年新冠病毒疫情可能对公司下属路产车流量及通行费收入产生不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	26.03	23.63	21.25	26.08
资产总额(亿元)	160.72	165.23	162.96	169.77
所有者权益(亿元)	88.44	94.54	100.46	99.91
短期债务(亿元)	9.58	12.19	25.43	8.59
长期债务(亿元)	54.03	47.44	30.19	54.44
全部债务(亿元)	63.61	59.63	55.63	63.03
营业收入(亿元)	28.25	30.89	32.19	22.81
利润总额(亿元)	14.87	18.96	20.98	15.62
EBITDA(亿元)	27.42	30.00	31.45	--
经营性净现金流(亿元)	19.24	21.95	19.16	16.35
现金收入比(%)	102.63	101.52	102.14	102.80
营业利润率(%)	53.22	59.11	59.76	61.83
净资产收益率(%)	13.26	18.09	18.95	--
资产负债率(%)	44.98	42.78	38.35	41.15
全部债务资本化比率(%)	41.83	38.68	35.64	38.68
流动比率(%)	172.89	120.04	73.91	206.23
速动比率(%)	172.87	120.04	73.90	206.23
经营现金流动负债比(%)	124.49	106.43	63.38	--
现金短期债务比(倍)	2.72	1.94	0.84	3.03
EBITDA 利息倍数(倍)	7.59	10.62	11.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	1.99	1.77	--

公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	118.79	195.23	161.70	169.77
所有者权益(亿元)	79.69	85.32	97.24	98.99
全部债务(亿元)	30.50	55.14	51.40	58.56
营业收入(亿元)	0.51	6.34	14.08	9.66
利润总额(亿元)	7.13	15.90	21.94	13.45
资产负债率(%)	32.92	56.30	39.86	41.69
全部债务资本化比率(%)	27.68	39.26	34.58	37.17
流动比率(%)	211.13	35.49	62.04	142.36
经营现金流动负债比(%)	52.25	3.36	31.37	--

注：1. 2019年三季度财务数据未经审计；2. 其他应付款、长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算；3. 合计数不等于分项之和系四舍五入所致

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019.06.21	赵传第、陈铭哲	收费公路企业信用评级方法（2018年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
AAA	稳定	2018.09.29	赵传第、马玉丹、马颖	高速公路行业企业信用评级方法（2017年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东省高速公路发展股份有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1993年2月9日，前身为广东省佛开高速公路股份有限公司，经广东省企业股份制试点联审小组办公室粤联审办（1993）68号文批准，公司于1993年6月30日重组并更名为现名。1996年8月，经国务院证券委员会证委发（1996）24号文批准，公司公开发行B股并上市；1998年2月，经中国证监会证监发字（1997）486号文和（1997）487号文批准，公司公开发行A股并上市。后经2000年配股、转增股本以及2016年非公开增发，截至2019年9月底，公司股本总额20.91亿元，广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通”）直、间接合计持有公司50.12%股份，其中直接持有24.56%的股份，通过下属公司间接持有25.56%的股份。广东交通为公司最大股东，广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）为公司实际控制人。

公司经营范围：主营高速公路、等级公路和桥梁的投资、建设、收费、养护和服务管理；汽车救援服务、维修、清洗；停车场收费；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；公路沿线土地开发；仓储业务；智能交通技术研发与服务；股权投资、管理、咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年9月底，公司本部内设经营管理部、投资发展部、证券事务部、财务管理部、基建管理部、法律事务部等10个职能部门；公司纳入合并范围的子公司共5家，分公司2家。

截至2018年底，公司资产总额162.96亿元，所有者权益100.46亿元（含少数股东权益4.60亿元）。2018年，公司实现营业收入32.19亿元，利润总额20.98亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额169.77亿元，所有者权益99.91亿元（含少数股东权益4.02亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入22.81亿元，利润总额15.62亿元。

公司注册地址：广州市白云路85号；法定代表人：郑任发。

二、本期中期票据概况

公司于2019年注册中期票据额度34.00亿元，本次计划在注册额度内发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模7.50亿元，期限为5年；本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；

就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP (万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3.GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.固定资产投资增速为不含农户投资增速；5.城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%)，财政赤字(1.6 万亿元)较上年同期(7261 亿元)大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面

临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带

一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

（1）高速公路建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。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里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖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。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高

速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018 年投资规模占公路建设投资的 46.74%，同比增长 3.18 个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在 30% 左右，银行贷款比重介于 64%—66%，其余资金来源为其他债务（占比 5% 左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为 55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至 2018 年底，全国高速公路累计债务余额 56913.60 亿元，同比增长 7.70%；其中银行贷款余额占比 83.90%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着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经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017 年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到 2020 年，全国高速公路建成里程要达到 15 万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模 7.80 万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2018 年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；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，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018 年公路运输完成营业性客运量

136.72 亿人、旅客周转量 9279.68 亿人公里，同比分别下降 6.2%、5.0%；完成货运量 395.69 亿吨、货物周转量 71249.21 亿吨公里，同比分别增长 7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2018 年，中国高速公路实现通行费总收入 5552.40 亿元，同比增长 8.20%，在收费公路通行费总收入中占比为 92.65%。2017 年，中国高速公路支出总额 9621.80 亿元，同比增长 5.10%；通行费收支缺口 4069.40 亿元，比上年增加 42.90 亿元，收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018 年 12 月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。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，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；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过 30 年；③

完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域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。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则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有一定积极意义。

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》，新标准主要做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。

总体看，上述政策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。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。

2. 区域经济环境

近年来，广东省经济持续发展，区域经济发展，财政实力强。公路运输作为广东省主要

客货运输方式，受经济增长及汽车保有量增加等影响，客货运输量呈增长趋势；广东省高速公路通车里程连续多年居全国首位，“十三五”期间仍将保持较大的投资规模，公司作为广东省高速公路的重要建设运营单位之一，外部发展环境良好。

根据《广东省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，广东省分别实现地区生产总值79512.05亿元、89879.23亿元和97277.77亿元，同比增速分别为7.50%、7.50%和6.80%。分产业结构看，2018年广东省第三产业增加值增速最快，且对地区生产总值增长的贡献率最高（58.9%），三次产业结构比重为由2016年的4.7:43.2:52.1调整至2018年的4.0:41.8:54.2，第三产业比重逐年提高，产业结构进一步优化。2018年，广东人均地区生产总值86412元，按年平均汇率折算为13058美元。

固定资产投资方面，近年来，广东省固定资产投资规模较大，投资增速有所波动但均维持两位数以上增长。2016—2017年广东省分别完成全社会固定资产投资33008.86亿元、37477.96亿元，同比分别增长10.0%和13.50%。2018年，广东省全年固定资产投资同比增长10.70%，其中项目投资增长5.6%，房地产开发投资增长19.3%。广东省固定资产投资以第三产业为主且其增速最快。全年基础设施投资同比增长8.2%，占固定资产投资的比重为24.8%。

经济的快速发展带动广东省财政实力不断增强。2016—2018年，广东省一般公共预算收入分别为10390.33亿元、11315.21亿元和12102.90亿元，同比增速分别为10.3%、10.9%和7.9%。2018年，广东省实现地方一般公共预算收入中税收收入9737.33亿元，增长9.8%。全年一般公共预算支出15737.37亿元，同比增长4.6%，民生类支出占比68.7%。同期，广东省政府性基金预算收入完成5886.85亿元，增长4.7%，以国有土地使用权出让收入为主。截至2018年底，广东省地方政府债务余额10007.81亿元，控制在中央核定的债务限额12093亿元以内。

交通方面,2016—2018年,广东省客运量及货运量均持续增长。客运方面,广东省旅客运输总量年均复合增长3.59%,2018年为15.47亿人;旅客运输周转量年均复合增长8.61%,2018年为4501.84亿人公里。货运方面,2016—2018年,广东省货物运输总量和货物运输周转量年均复合增长6.25%、14.00%,2018年分别为42.48亿吨、28642.51亿吨公里。广东省铁路、公路、水路、民航、管道等运输方式中,公路运输是主要客货运输方式,2018年广东省公路旅客运输量和运输周转量分别同比下降0.6%、0.8%,主要系高铁、民航等对客运分流影响;货物运输量和运输周转量保持增长,同比增速分别为5.5%、6.9%。2018年末全省民用汽车保有量2116.94万辆,比上年末增长11.7%,其中私人汽车1861.69万辆,增长10.8%。

2018年底,广东省公路通车里程21.8万公里,其中,高速公路里程9003公里,比上年末增长7.8%,高速公路通车总里程连续多年居全国首位。2018年,全省交通基础设施建设完成投资1586亿元,创历史新高。其中,高速公路完成投资1118.4亿元。

根据广东省统计信息网及广东省交通运输厅公开信息,2019年前三季度,广东省实现地区生产总值77191.22亿元,较上年同期增长6.4%;规模以上工业增加值同比增长4.5%;固定资产投资增速为11.3%;实现一般公共预算收入9678.72亿元,较上年同期增长4.6%。2019年1—9月,广东省公路货运量和货物周转量分别完成22.86亿吨和2882亿吨公里,同比分别增长5.0%和6.1%;公路客运量和旅客周转量分别为7.60亿人和829.06亿人公里,同比分别下降3.9%和2.1%。2019年1—9月,广东省交通基础设施建设共完成投资1304.6亿元,同比增长15.1%。公路项目完成投资1186.1亿元,同比增长15.6%,其中,高速公路完成投资879.5亿元,同比增长10.2%。2019年广东省新增高速公路493公里,通车里程达9495公里。

根据《广东省综合交通运输体系发展“十

三五”规划》,到2020年,广东省交通基础设施建设目标为:达到国内领先、世界先进水平,基本建成覆盖全省、辐射泛珠、服务全国、连通世界的现代化综合交通运输体系,实现“12312”交通圈。公路网络建设方面,“十三五”末,广东省计划公路通车总里程达25万公里,高速公路通车里程达1.1万公里,国家高速公路粤境段基本建成,省内干线全部贯通,国道全面通达县城,省道普遍通达乡镇。“十三五”期间广东省计划新建和续建高速公路重大项目96个,总里程5942公里,总投资额达9598亿元,“十三五”期间计划投资额5000亿元。2020年,广东省将继续推动交通运输高质量发展,高站位推进交通强国建设先行、加快完善综合交通基础设施网络、高质量提升综合运输服务水平,高速公路计划完成投资约900亿元。

五、基础素质分析

公司是广东省国资委实际控制的企业,在广东省高速公路建设运营领域地位突出;公司控股路产区位优势显著,路产质量优良,参股路产投资收益良好,公司整体竞争实力很强。

1. 股权状况

截至2019年9月底,公司注册资本和实收资本均为20.91亿元,广东交通直接持有公司24.56%的股份,间接持有25.56%股份,合计持有公司50.12%股份,为公司最大股东,广东省国资委持有广东交通全部股份,为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是由广东交通控股的A股、B股上市公司,主要从事广东省内高速公路的投资建设和运营管理。

2015年以来,公司通过发行股份及支付现金形式增持优质路产股权,控股路产通行里程

明显增长。公司于2016年6月完成了重大资产重组，交易标的包括：广东省高速公路有限公司（以下简称“广东高速”）持有的广东省佛开高速公路有限公司（以下简称“佛开公司”）25%股权、广东省公路建设有限公司（以下简称“建设公司”）持有的广州广珠交通投资管理有限公司（以下简称“广珠交通”）100%股权以及建设公司对京珠高速公路广珠段有限公司（以下简称“广珠东公司”）的债权。

截至2019年9月底，公司控股高速公路包括广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段，合计通车里程153.71公里（按照权益比例折算合计135.24公里）。广佛高速是广东省第一条竣工通车的高速公路，是贯通广佛经济圈的重要连接线；佛开高速连接佛山和开平，是江门市及粤西地区通往广佛地区的主要通道；广佛高速、佛开高速相接，系国家“五纵七横”国道主干线系统中高速公路重要组成部分；京珠高速公路广珠段位于珠三角洲西部地区，系快速贯通珠三角地区东西两地的便捷通道。

截至2019年9月底，公司参股高速公路7条，分别为惠盐高速、广惠高速、广肇高速、中江高速及江鹤二期公路、康大高速、广乐高速和赣康高速，合计通车里程665.53公里（按照权益比例折算合计129.17公里）。公司参股路产除赣康高速和康大高速外，均位于广东省内，且多为广东省高速公路网规划“十纵五横”主骨架的组成部分，地理位置优越。2018年及2019年1—9月，公司参股路产共实现通行费收入66.13亿元和51.00亿元，公司实现投资收益4.33亿元和3.61亿元。

公司控股股东广东交通是广东省内高速公路建设运营的龙头企业，资产规模在省属国企中位居前列。截至2018年底，广东交通经营管理（参控股）的75条高速公路总里程达6718公里，占广东省高速公路总里程的74.62%。2018

年，广东交通实现车辆通行费收入322亿元，控股路产单公里通行费收入665.43万元。2018年，公司下属广佛高速、佛开高速以及京珠高速广珠段的单公里通行费收入分别为3022.88万元、1662.37万元和2260.55万元，单公里通行费收入水平明显高于广东交通平均水平，公司控股路产质量优良，在广东交通下属路产中盈利能力强。

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司共有董事、监事及高级管理人员24人¹，均为本科及以上学历。

公司董事长郑任发先生，49岁，研究生学历、高级经济师。历任广东交通投资管理部副部长、投资管理部部长、公司董事等职务，2016年8月15日起履行公司董事长职务和法定代表人职责，2017年1月4日起任公司董事长。

公司总经理汪春华先生，55岁，硕士研究生、高级工程师、高级经济师。2006年9月起在公司任职，历任公司副总经理、董事，2015年10月起任公司董事、总经理。

截至2019年9月底，公司共有员工2167人，需要承担费用的退休职工96人。按年龄划分，30岁以下占38.21%、30~50岁占54.96%、50岁以上占6.83%；按学历构成划分，本科及以上学历占21.97%、专科学历占41.30%、专科以下学历占36.73%；按职能划分，管理人员占20.67%，生产人员占66.00%，后勤及其他人员占13.33%。

总体看，公司管理层综合素质较高，行业经验丰富；员工构成符合行业特点，能够满足现阶段公司日常经营和管理需要。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码为：G1044010401012540I），截至2020年1月6日，公司本部无未结清及已结清不良及关注类信息记录，公司过往信用记录良

¹ 2020年1月9日，公司发布《关于公司董事辞职公告》：公司董事、总工程师王萍女士因已界退休年龄，于2020年1月8日向公司董事会辞去董事、总工程师职务。联合资信将持续关注公

司空缺董事、高管补充到位情况。

好。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码为：G104401040114170Q），截至2020年1月10日，京珠高速公路广珠段有限公司无未结清不良及关注类信息记录，存在2笔已结清欠息记录（均发生在2009年之前），根据公司提供的说明，该欠息记录系银行系统未及时扣息所致。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（机构信用代码为：G1444010405403680P），截至2020年1月13日，广东省高速公路发展股份有限公司佛开分公司无未结清及已结清不良及关注类信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，制度建设健全，整体管理水平高。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》和其他有关规定制定了公司章程，作为规范公司组织和行为的基本制度，并形成了股东大会、党委、董事会、监事会和经理层的法人治理结构。

公司设立股东大会，是公司的权力机构。股东大会职权主要包括决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；修改章程等。股东以其所代表的所有权的股份数额行使表决权。股东大会决议分为普通表决和特别表决，普通表决应由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的1/2以上通过，特别表决应由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的2/3以上

通过。

公司党委按管理权限由上级党组织批准设立。党委在公司发挥领导核心和政治核心作用，承担从严管党治党责任，落实党风廉政建设主体责任，负责保证监督党和国家的方针政策在企业的贯彻执行，前置研究讨论企业重大问题，落实党管干部和党管人才原则，坚持和完善双向进入、交叉任职的领导体制，加强对企业领导人员的监督，领导企业思想政治工作、精神文明建设和工会、共青团等群众组织。

公司设立董事会，对股东大会负责。董事会由15名董事组成，其中独立董事5名。董事会设董事长1人。董事由股东大会选举或更换，任期三年；任期届满，可连选连任。董事会职权主要包括执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、收购本公司股票或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、对外提供财务资助、委托理财、关联交易等事项等。

公司设监事会，由5名监事组成，监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会设监事会主席1人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届三年，任期届满连选可以连任。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事会行使职权主要包括：对董事会编制的定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；提议召开临时股东大会，向股东大会提

出提案等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。总经理每届任期三年，可以连聘可以连任。总经理职权主要包括组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；提请董事会聘任或者解聘公司副总经理等高级管理人员等。

2. 管理水平

公司本部下设经营管理部、投资发展部、证券事务部、财务管理部、基建管理部、法律事务部等10个职能部门，部门设置能较好满足目前管理需要。

公司严格执行国家及行业的相关规范，按照自身的经营管理需要制定了财务会计管理、人力资源管理、监察审计管理等职能管理类制度和投融资管理、营运管理、基建管理等业务管理类制度。

财务管理方面，公司制定了《广东省高速公路发展股份有限公司财务管理办法》、《广东省高速公路发展股份有限公司财务审批制度》、《广东省高速公路发展股份有限公司全面预算管理办法》等一系列规章制度，建立了健全的财务管理制度。

投资管理方面，公司制订了《广东省高速公路发展股份有限公司投资管理制度》，对投资计划的发起、考察、论证、决策、执行、监督、评估等各项程序进行规定，以强化投资管理，规范投资行为，确保投资决策民主化、科学化，最大限度地规避投资风险，实现投资效益最大化。

融资方面，公司制定了《广东省高速公路发展股份有限公司融资管理办法》，对融资的决策机构、融资工作要求及程序进行规定，规范了公司融资管理，降低融资成本，有效控制融资风险，维护公司财务安全。

担保管理方面，公司制定了《广东省高速公路发展股份有限公司担保管理办法》，明确规

定公司所属企业提供担保实行统一管理，未经公司批准，所属企业不得提供担保；公司原则上只对自身及所属企业提供担保，且原则上只提供一般保证的担保方式，并详细规定了被担保人的资格、担保办理程序、担保合同审查和签订、担保风险管理等事项，规范了公司担保行为，建立并完善了公司的风险约束机制。

收费管理方面，公司制定了《广东省高速公路发展股份有限公司收费管理办法》，明确了收费的组织机构及职责、具体收费管理规定（含收费站场管理、收费服务规程、收费服务时限要求、票证管理、现金管理等）、员工培训管理，规范了公司收费管理工作。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是广东省高速公路投资建设和经营管理主体之一，高速公路建设与经营是公司的核心业务，通行费收入是公司收入和利润最主要来源。受益于资产重组、经济发展及路网效益的增强，公司主营业务收入呈上升趋势，毛利率水平较高。

2016—2018年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长7.09%。通行费收入为公司主要收入来源，近年来占主营业务收入比重均超过97%，公司主业突出。2016年，公司通行费收入同比增长82.53%，系公司完成重大资产重组，广珠东公司纳入合并范围，公司控股收费里程大幅增加所致；2017—2018年，公司通行费收入同比分别增长9.04%、4.60%，主要系经济发展、路网效益增强等带动车流量自然增长，2018年增速有所下滑主要系平行路段分流、前期绕行因素消失等影响。公司其他主营业务收入主要为计重检测、广告、复合卡等收入，整体规模较小。

毛利率方面，2016—2018年，公司主营业务毛利率逐年上升，主要是高速公路建设与经营业务毛利率上升拉动。近年来，公司高速公路建设与经营业务毛利率不断增长，2018年为

61.42%，主要系折旧成本下降影响。公司高速公路建设与经营业务成本主要由折旧和摊销成本构成，近三年折旧及摊销成本逐年下降，主要系广佛高速已于2017年2月全部计提完折旧所致。公司路产质量优良，单公里通行费收入水平较高，整体毛利率水平较高。

2019年1—9月，公司实现营业收入22.81亿

元，同比下降4.45%，主要系通行费收入下降所致。2019年1—9月，公司通行费收入同比减少4.54%，主要受平行路段分流、货车限行等因素影响，佛开高速、京珠高速公路广珠段通行费收入减少所致。同期，公司毛利率62.28%，较2018年水平进一步上升。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	27.32	98.72	55.31	29.79	98.06	60.50	31.16	98.18	61.42	22.29	97.75	63.23
其他业务	0.35	1.28	5.54	0.59	1.94	26.05	0.58	1.82	16.18	0.51	2.25	21.28
合计	27.68	100.00	54.67	30.38	100.00	59.83	31.74	100.00	60.59	22.81	100.00	62.28

注：合计数不等于分项之和系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理、公司提供

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资和经营

公司控股路产均位于经济发达的广东省内，近年来，车流量和通行费收入呈增长趋势；公司参股高速公路整体运营情况良好，投资收益是公司利润的重要来源。公司在建高速公路项目剩余投资规模一般，投资压力尚可。需持续

关注收费标准调整及车流量分流、宏观经济运行等对公司车流量和收入的影响。

控股路产情况

截至2019年9月底，公司实际控制和管理的高速公路有广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段，合计通车里程153.71公里。

表3 2019年9月底公司控股高速公路路产情况（单位：公里、亿元）

路产名称	路产性质	通车里程	收费期限	总投资
广佛高速	经营性	15.70	1989年8月至2021年12月	15.84
佛开高速	经营性	79.86	1997年1月至2026年12月 北段（谢边至三堡段）：至2036年3月	103.26
京珠高速广珠段	经营性	58.14	1999年12月至2030年5月	51.92
合计	--	153.71	--	171.02

资料来源：公司提供

注：1. 加总不等于合计数系四舍五入所致；2. 表中所示总投资为账面反映的资产原值（下同），佛开高速南段（三堡至水口段）正在进行改扩建工程，表中总投资非其最终造价；3. 佛开高速北段（谢边至三堡段）46.6公里由于改扩建，收费期限重新核定至2036年

① 广佛高速

广佛高速始建于1986年，1989年建成通车，初始造价约3亿元，是中国最早建设的高速公路之一，也是广东省修建的第一条高速公路。广佛高速始于广州市郊横沙，连接北环、佛山一环、经南海泌冲、沙涌、雅瑶等，向西止于佛山谢边，通车里程15.70公里，全线设有4个收费站。广佛高速最初设计双向4车道，收费期限自1989

年8月起至2019年8月止，收费年限30年。随着通行量的不断增长，广佛高速历经2次扩建，现全程双向八车道，设计时速120公里/小时。截至2019年9月底，广佛高速总投资为15.84亿元。2016年6月3日，广东省交通运输厅发布公告通知将广佛高速的收费期重新核定至2021年12月7日。

广佛高速是S15沈海高速广州支线及G324

福昆线的一段，是贯通广佛经济圈的重要连接线，是广东省内较繁忙的高速公路之一。2016—2018年，广佛高速通车流量分别为5764.54万辆、6263.37万辆和6571.56万辆，年均复合增长6.77%；同期分别实现通行费收入3.93亿元、4.35亿元和4.75亿元，年均复合增长9.94%。2017年8月起至2018年底，周边道路佛山一环实施货车限行，部分货车分流至广佛高速，货车通行数量的增加使得同期通行费收入增幅高于车流量增幅。2019年1—9月，广佛高速通车流量和通行费收入分别为5548.61万辆和3.53亿元，分别同比增长18.78%和0.54%，主要受车流量自然增长及佛山一环部分路段封闭改造导致车流量的增加，通行费收入增幅低于车流量增幅主要系：①佛山一环高速化改造已具备路面通车条件却未开通收费（2020年起开始收费），分流广佛高速货车流量；②广佛高速分时限货政策影响。

2018年7月1日起，广州市对S81广州环城高速公路、S15沈海高速广州支线(广佛段)往广州方向雅瑶至横沙路段实施货车分时限行政策，有效期5年。货车分时限行政策的实施将在一定程度上影响广佛高速的通车流量和车型构成，货车流量或将有所下降，同时道路拥堵问题将有所改善，有利于客车通行量的增加，联合资信将持续关注货车分时限行政策对广佛高速通行费收入的影响。

② 佛开高速

佛开高速连接佛山和开平，是江门市及粤西地区通往广佛地区的主要通道，始建于1993年，1996年建成通车，初始造价约35亿元。佛开高速起点接广佛高速的谢边，终点与开阳高速相连，途经佛山、鹤山、江门、新会、开平等市（区），通车里程79.86公里，现有收费站7个。佛开高速最初设计双向4车道，收费期限自1997年1月1日起至2026年12月31日止，收费年限30年。2007年，国家发改委批准同意佛开高速北段（谢边至三堡段）46.6公里改扩建为双向8车道，扩建工程于2012年正式完工通车。2012年，根据广东省交通运输厅通知（粤费〔2012〕11

号），佛开高速北段（谢边至三堡段）重新核定收费期限至2036年。2016年6月，国家发改委批准同意实施佛开高速南段（三堡至水口段）由4车道拓宽至8车道的改扩建工程。佛开高速南段改扩建工程全程约33.4公里，初步设计概算约34.26亿元。截至2019年9月底，佛开高速总投资为103.26亿元；佛开高速南段改扩建工程已提前于2019年11月7日实现主线全线完工通车，并调整为8车道的收费标准。

2016—2018年，佛开高速通车流量快速增长，分别为5338.58万辆、6292.05万辆和7538.89万辆，年均复合增长18.83%；同期分别实现通行费收入11.80亿元、12.53亿元和13.28亿元，年均复合增长6.09%。佛开高速通车流量快速增长，但车辆构成主要以单车费率较低的客车为主，故通行费收入增幅慢于车流量增速。2019年1—9月，佛开高速通车流量和通行费收入分别为5392.68万辆和9.56亿元，同比分别增长2.93%、下降4.18%，主要受佛山一环主线、云湛高速、高恩高速通车，分流佛开高速部分车流，通行费收入减少。佛开高速南段改扩建工程完工通车后，佛开高速全程均为双向8车道，将进一步打通珠三角通往粤西乃至大西南地区联系的交通大动脉，届时将对佛开高速通车流量和通行费收入产生积极影响。

③ 京珠高速广珠段

京珠高速广珠段位于珠江三角洲西部地区，系快速贯通珠三角地区东西两地的便捷通道，建成时由东西段和南北段形成“丁”字型，其中东西段从广州市南沙区塘坑村开始，经坦尾互通至亭角村，东接虎门大桥西引道，西连广珠北段高速公路，南北段从坦尾互通开始经中山市至珠海市金鼎镇，截至2019年9月底通车里程58.14公里，共有7个收费站。京珠高速广珠段为双向4~6车道高速公路，收费期限自1999年12月至2030年5月，收费年限30年。

2016—2018年，京珠高速广珠段通车流量分别为6987.13万辆、7897.42万辆和8129.98万辆，年均复合增长7.87%；同期分别实现通行费

收入11.59亿元、12.91亿元和13.14亿元，年均复合增长6.48%。2017年1—8月，由于国道洪奇沥大桥封闭，车辆绕行京珠高速广珠段使得其2017年车流量和通行费收入同比增幅较高；2018年该因素消失，京珠高速广珠段车流量和通行费收入恢复常态，同比增幅缩小。2019年

1—9月，京珠高速广珠段通车流量和通行费收入分别为5325.60万辆和9.19亿元，分别同比下降6.11%和6.72%，主要受相连的虎门大桥2019年8月起实施货车以及40座以上大巴车限制通行、南沙大桥通车、番莞高速一期通车分流等因素综合影响。

表4 公司控股高速公路车流量及通行费收入情况（单位：万辆、亿元）

道路名称	车流量				通行费收入			
	2016年	2017年	2018年	2019年 1—9月	2016年	2017年	2018年	2019年 1—9月
广佛高速	5764.54	6263.37	6571.56	5548.61	3.93	4.35	4.75	3.53
佛开高速	5338.58	6292.05	7538.89	5392.68	11.80	12.53	13.28	9.56
京珠高速广珠段	6987.13	7897.42	8129.98	5325.60	11.59	12.91	13.14	9.19
合计	18090.25	20452.84	22240.43	16266.89	27.32	29.79	31.16	22.29

注：加总不等于合计数系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司下属路产单公里通行费收入逐年上升，分别为1728.04万元、1884.20万元和2027.48万元；总资产周转率（通行费收入/平均资产总额*100%）保持相对稳定，2018年为18.99%。

受2020年新冠病毒肺炎疫情及延长春节假期小客车免费通行期等影响，公司下属路产客货运需求或有所减弱，进而影响公司车流量及通行费收入。联合资信将持续关注新冠疫情对公司生产经营可能带来的影响。

折旧方面，公司路产采用工作量法计提折旧，预计净残值率为零，预计可使用年限依据收费经营权年限确定。具体计算方法如下：以路产预计使用年限内的预测总标准车流量、公路及桥梁的原值或账面价值为基础，计算每标准车流量应计提的折旧额，然后根据各会计期间实际标准车流量计提折旧。公司定期对路产剩余经营期限内的预测总标准车流量进行复核，当实际标准车流量与预测标准车流量出现重大差异时，公司将重新预测未来总标准车流量，并调整以后年度的每标准车流量应计提的折旧，以确保相关路产的账面价值于可使用年限内完全摊销。2016—2018年及2019年1—9月，公司

路产折旧成本分别为8.13亿元、7.50亿元、7.45亿元和5.72亿元。广佛高速已于2017年2月全额计提完毕折旧。

2020年1月2日，公司发布《关于会计估计变更的公告》：佛开高速由于南段改扩建项目主线已通车、京珠高速广珠段由于经济发展状况及路网情况发生了较大变化，上述两条高速公路采用的2013年版预测车流量与（未来）实际情况有较大差异，公司聘请广东省交通规划设计研究院股份有限公司对佛开高速、京珠高速广珠段未来车流进行了预测，采用未来适用法进行会计处理，自2020年1月1日起对佛开高速、京珠高速广珠段路产采用2019年版预测车流量作为折旧依据，不对以往年度财务状况和经营情况产生影响。经公司测算，上述会计估计变更预计将增加2020年度归属于母公司所有者净利润约1.06亿元。

收费标准和收费期限

收费标准方面，2016—2019年底，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（详见表5），并同步实施货车完全计重收费。客车收费费率按四车道

0.45元/车每公里，六车道以上0.6元/车每公里执行，第1至第4类车收费系数分别为1，1.5，2，3。货车实施完全计重收费，即对载货类机动车辆以实地测量的车货总重量为依据，按规定吨公里收费标准计收通行费，货车四车道高速公路基本费率为0.09元/吨公里、六车道以上高

速公路基本费率为0.12元/吨公里。因称重设备故障等原因造成无法称重时，按交通行业标准（JT/T489-2003）的车型分类收费，即收费费率按四车道0.45元/车每公里，六车道以上0.6元/车每公里执行，第1至第5类车收费系数分别为1，1.5，2，3，3.5。

表5 收费公路车辆通行费车型分类（交通行业标准JT/T489-2003）及收费系数（旧）

客车			货车		
类别	车型及规格	收费系数	类别	车型及规格	收费系数
一类车	≤7座	1	一类车	≤2吨	1
二类车	8~19座	1.5	二类车	2~5吨（含5吨）	1.5
三类车	20~39座	2	三类车	5~10吨（含10吨）	2
四类车	≥40座	3	四类车	10~15吨（含15吨） 20英尺集装箱车	3
五类车	--	--	五类车	>15吨 40英尺集装箱车	3.5

资料来源：公司提供

2020年1月1日零时起，广东省按照国务院及交通运输部要求，对高速公路（含高速公路桥梁、隧道项目，港珠澳大桥主体工程除外）计费方式进行调整，统一执行以下车型分类和收费系数（表6）。客车、货车实行一样的基本费率：四车道高速公路收费费率为0.45元/标准车公里，六车道及以上高速公路收费费率为0.6

元/标准车公里，大型桥梁、隧道项目执行原批复的客车标准车收费标准。取消省界收费站以后，高速公路实行分段计费、分段扣费。新的车型及收费政策实施后，有利于提升高速公路通行效率，提升货车实载率，预计不会对公司所辖路产通行费收入产生大幅影响。

表6 收费公路车型分类（JT/T 489-2019）及收费系数表（2020年起执行）

客车			货车		
类别	车型及规格	收费系数	类别	车型及规格	收费系数
1类	≤9座	1	1类	二轴（车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg）	1
2类	10~19座	1.5	2类	二轴（车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg）	2.1
3类	20~39座	2	3类	三轴	3.16
4类	≥40座	3	4类	四轴	3.75
--			5类	五轴	3.86
			6类	六轴	4.09

注：车型分类参考《收费公路车辆通行费车型分类》行业标准（JT/T 489-2019）执行；专项作业车收费标准参照货车执行；六轴以上货车在6类车收费系数基础上，每增加一轴收费系数增加0.17；六轴以上专项作业车执行六轴车收费标准；40座以上大型客车按照3类客车收费

资料来源：公司提供

收费期限方面，公司路产最初收费年限多为 30 年，鉴于公司路产为满足日益增长的通行需求，新增投资进行了改扩建工程，经广东省交通厅核准批复，公司路产除京珠高速广珠段外收费期限均进行了不同程度的延长，就现有收费期限看，除广佛高速剩余收费期限较短之外，剩余控股路产收费截止日均在 2026 年之后。

高速公路养护

公司公路养护管理工作实行“统一领导、分级管理”模式。公司本部和各路段项目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，经公司领导、预算委员会成员审议通过后呈报项目公司董事会审议，进而上报广东交通审批同意后，批复年度养护

计划。同时，为提高养护效率，公司利用广东高速公路养护信息管理平台等信息科技手段进行分析，运用先进的养护技术、工艺、材料和设备，通过科学的养护管理手段和制度，进行有效的养护。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司土建及机电养护支出分别为 1.71 亿元、1.66 亿元、2.21 亿元和 0.99 亿元。公司预计未来五年养护支出合计约 13.90 亿元。

参股路产投资情况

除控股的三条核心路产之外，公司还积极参与省内外其他优质路产的投资建设。截至 2019 年 9 月底，公司共参股高速公路 7 条，合计出资 24.55 亿元，合计通车里程 665.53 公里（按照权益比例折算合计 129.17 公里），除康大高速和赣康高速位于江西省，其余路产均位于广东省内，路产详情如表 7 所示。

表 7 2019 年 9 月底公司参股高速公路路产情况（单位：公里、亿元）

路产名称	公路性质	通车里程	收费期限	总投资	公司出资
惠盐高速	经营性	20.60	1994 年 5 月-2021 年 11 月	5.45	2.15
广肇高速	经营性	51.13	2002 年 9 月-2031 年 11 月	23.38	2.05
广惠高速	经营性	155.31	2003 年 12 月-2029 年 8 月	67.19	7.06
中江高速及江鹤二期公路	经营性	40.07	2005 年 11 月-2027 年 8 月	31.72	1.67
康大高速	经营性	56.65	2007 年 12 月-2037 年 12 月	21.63	2.16
赣康高速	经营性	43.59	2010 年 7 月-2040 年 7 月	21.56	2.26
广乐高速	经营性	298.19	2014 年 10 月-2039 年 10 月	333.42	7.20
合计	--	665.53	--	504.35	24.55

资料来源：公司提供

注：惠盐高速正在进行改扩建工程，上表中总投资、公司出资不含改扩建工程投资

表 8 公司参股高速公路车流量及通行费收入情况（单位：万辆、万元）

道路名称	车流量				通行费收入			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
惠盐高速	3589.89	3814.14	4134.96	3151.85	22164.35	23245.46	24528.82	18314.09
广肇高速	3212.71	2998.08	3258.06	2469.06	59409.95	50789.56	55079.41	41290.57
广惠高速	4944.08	5756.34	6258.26	5016.32	170833.63	182055.02	183152.15	145497.50
中江高速及江鹤二期公路	4677.90	5526.02	5751.28	4324.56	41306.33	45701.62	47945.55	34501.83
康大高速	282.61	295.71	302.44	205.29	24848.29	24095.25	23986.88	18696.38
赣康高速	266.29	342.42	399.92	350.32	15240.41	13970.32	16615.27	13726.92

广乐高速	1742.90	2350.39	2684.97	1977.37	282078.66	297970.32	310013.64	237993.09
合计	18716.38	21083.1	22789.89	17494.77	615881.62	637827.55	661321.72	510020.38

资料来源：公司提供

近年来，公司参股高速公路通车流量及通行费收入整体呈稳定增长态势，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司因参股路产获取投资收益分别为 4.22 亿元（含原参股公司广珠东公司确认的投资收益 3416.81 万元）、4.05 亿元、4.33 亿元和 3.61 亿元，对公司利润形成有力补充。

在建及拟建项目

2019 年 9 月底，公司主要在建项目为佛开高速公路南段改扩建工程，初步设计概算投资 34.26 亿元，已完成投资 20.78 亿元，剩余 13.48 亿元预计在 2021 年前投资完毕。公司暂无其他高速公路拟建计划。

表 9 2019 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	项目工期	总投资	资金筹措方案		已投资	投资计划		
				贷款	自筹		2019 年 10—12 月	2020 年	2021 年
佛开高速公路南段改扩建工程	四车道扩八车道的改扩建工程，全长 33.264km	4 年	34.26	22.27	11.99	20.78	5.05	3.81	4.62

资料来源：公司提供

注：已投资金额主要体现在“固定资产”和“在建工程”科目

（2）其他业务

公司业务还包括计重检测、广告及复合卡等业务，但收入规模较小。公司正在沿线土地资源开发、智慧交通等领域做业务拓展试点。随着各业务板块的逐步开展，公司有望进一步拓展收入及盈利来源，主营业务相对单一的经营格局有望改善。

3. 未来发展

根据公司制定的《广东省高速公路发展股份有限公司“十三五”发展规划报告》，未来公司将着力打造成为高速公路资本运作平台和战略新兴产业整合平台，构建“高速公路主业+沿线资源开发、智慧交通、金融及类金融、投资”的“1+4”产业发展格局。公司将聚焦于高速公路主业及高速公路产业密切相关的投资，以高速公路产业主业为依托，拓展高速公路沿线土地开发、智慧交通等路衍经济和投资。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报表，广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年三季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司合并范围包括 5 家子公司。2016 年，公司通过同一控制下企业合并方式新增 2 家子公司（即广珠交通与广珠东公司）；2017 年，公司通过设立方式新增 1 家子公司（即粤高资本），并对佛开公司进行了吸收合并；2018 年及 2019 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。整体看，近三年及一期公司合并范围变化对财务数据可比性影响小，数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 162.96 亿元，所有者权益 100.46 亿元（含少数股东权益 4.60 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 32.19 亿元，利润总额 20.98 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 169.77 亿元，所有者权益 99.91 亿元（含少数股东权益

4.02 亿元)；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 22.81 亿元，利润总额 15.62 亿元。

2. 资产质量

近年来，受高速公路改扩建项目持续投入及对外投资影响，公司资产规模小幅增长，资产构成以非流动资产为主。公司整体资产质量

好。

2016—2018 年，公司资产总额波动中小幅增长，年均复合增长 0.69%。2018 年底，公司资产总额 162.96 亿元，较上年底下降 1.38%，主要系固定资产及货币资金减少所致；公司资产构成以非流动资产为主，2018 年底占比为 86.29%。

表 10 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	26.72	16.63	24.76	14.98	22.34	13.71	27.49	16.19
货币资金	26.03	16.20	23.63	14.30	21.25	13.04	26.08	15.36
非流动资产	134.00	83.37	140.48	85.02	140.62	86.29	142.28	83.81
可供出售金融资产/其他权益工具投资	17.18	10.69	17.51	10.60	16.69	10.24	17.25	10.16
长期股权投资	22.21	13.82	30.47	18.44	31.46	19.30	33.09	19.49
固定资产	92.86	57.77	85.05	51.48	76.00	46.64	77.37	45.57
在建工程	1.49	0.93	3.56	2.15	10.89	6.69	9.27	5.46
资产总计	160.72	100.00	165.23	100.00	162.96	100.00	169.77	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2016—2018 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 8.57%，主要来自货币资金的减少。2018 年底，公司流动资产 22.34 亿元，主要由货币资金构成。

受项目投入、偿还债务、利润分配等因素影响，2016—2018 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 9.66%。2018 年底，公司货币资金 21.25 亿元，主要为银行存款(占比 99.97%)。期末公司受限货币资金为 122.12 万元，受限比例很低。

2016—2018 年，受在建项目持续投入及对外投资影响，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 2.44%。2018 年底，公司非流动资产 140.62 亿元，以固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产和在建工程为主。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产保持相对稳定。2018 年底，公司可供出售金融资产 16.69 亿元，较上年底下降 4.71%，主要系光大银行股票价格波动。2018 年底公司可供出售金融资产中以公允价值计量的部分账面价值

8.70 亿元，为公司持有的光大银行 2.35 亿股股票；以成本计量的部分账面余额 8.35 亿元，计提减值准备 0.37 亿元(主要系被投资单位权益为负)，账面价值 7.99 亿元，主要为公司对广东广乐高速公路有限公司(7.48 亿元)、广东广电网络投资一号有限合伙企业(0.50 亿元)、昆仑证券有限责任公司等的股权投资。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，分别为 22.21 亿元、30.47 亿元和 31.46 亿元，复合增长率为 19.01%。2017 年底公司长期股权投资增长主要系公司新增对国元证券股份有限公司(以下简称“国元证券”)的股权投资。2018 年底，公司长期股权投资 31.46 亿元，较上年底增长 3.13%，主要系被投资企业盈利所致。被投资单位包括广东广惠高速公路有限公司(9.93 亿元)和肇庆粤肇公路有限公司(3.07 亿元)2 家合营企业以及深圳惠盐高速公路有限公司(2.31 亿元)、广东江中高速公路有限公司(1.75 亿元)、赣州康大高速公路有限责任公司(2.20 亿元)、赣州赣康高速公路有限责任公

司（2.10 亿元）、广东省粤科科技小额贷款股份有限公司（2.20 亿元）、国元证券（7.90 亿元）等 6 家联营企业。

2016 年—2018 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 9.53%，主要系计提折旧所致。2018 年底，公司固定资产账面原值 164.21 亿元，累计计提折旧 88.21 亿元，账面价值 76.00 亿元，主要为公司控股 3 条高速公路资产（余额占 95.02%）。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，分别为 1.49 亿元、3.56 亿元和 10.88 亿元，主要系佛开南段改扩建工程持续投入所致。公司在建工程主要为佛开南段改扩建投入。

2019 年 9 月底，公司资产总额 169.77 亿元，较上年底增长 4.18%，主要来自货币资金的增长，资产结构仍以非流动资产为主。公司货币资金 26.08 亿元，较上年底增长 22.76%，主要系经营活动现金流入及对外借款所致；公司在建工程为 9.27 亿元，较上年底下降 14.87%，主要是由于佛开高速南段改扩建工程部分完工结转为固定资产；2019 年起，公司根据新金融工具准则要求，对可供出售金融资产进行重分类至其他权益工具投资。

2019 年 9 月底，公司受限资产为 122.12 万元货币资金，路产收费权质押的贷款余额 4.47 亿元。

3. 负债及所有者权益

近年来，受益于利润累积，公司所有者权益保持增长，但未分配利润占比高，权益稳定性一般；公司债务规模波动上升，以长期债务为主，整体债务负担较轻。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，分别为 88.44 亿元、94.54 亿元和 100.46 亿元，主要得益于利润累积。截至 2018 年底，公司所有者权益中股本占 20.81%、资本公积占 25.25%、未分配利润占 39.20%、盈余公积占 7.72%。

2016—2018 年，公司实收资本和资本公积

变化不大，2018 年底分别为 20.91 亿元、25.37 亿元，主要为股东投入。

2016 年重大资产重组后，为积极回报投资者，引导投资者树立长期投资和理性投资理念，公司根据相关法律法规及公司章程规定，并结合公司实际情况，制定了《未来三年股东回报规划（2015 年度—2017 年度）》：公司可采取现金、股票或者现金与股票相结合的形式分配股利，原则以年度为周期实施。公司足额提取公积金后，在母公司可供分配利润为正、且现金能够满足公司持续经营和长期发展的前提下，如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司每年应采取现金方式分配股利；2015 年度现金分配的股利应满足“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之六十”的条件；2016—2017 年度现金分配的股利应满足“每年度以现金方式分配的利润不低于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”的条件。2018 年 3 月，经公司董事会审议，通过了《未来三年股东回报规划（2018 年度—2020 年度）》：满足相应条件下，2018—2020 年度现金分配的股利应满足“每年度以现金方式分配的利润不低于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”的条件。具体各个年度的利润分配预案由董事会根据公司年度盈利状况和未来资金使用计划提出，并报股东大会审议通过。2016—2018 年，公司现金分红（含税）分别为 7.03 亿元、10.58 亿元和 11.75 亿元，分红金额占归属于普通股股东净利润的比例在 70% 左右。

2019 年 9 月底，公司所有者权益 99.91 亿元，较上年底变动不大。

负债

2016—2018 年，公司负债有所下降，分别为 72.29 亿元、70.69 亿元和 62.50 亿元，主要系公司偿还借款所致。随着债务的相继到期，公司非流动负债比重逐年下降，2018 年底为 51.63%。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 39.85%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。2018 年底，公司流动负债 30.23 亿元，较上年底增长 46.57%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 24.98 亿元，全部为一年内到期长期借款；2018 年底公司其他应付款为 1.65 亿元，较上年底增长 90.50%，主要系公司增加一笔 4500 万元委托借款（有息）及公司收取的质保金、保证金增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债快速下降，分别为 56.83 亿元、50.07 亿元和 32.27 亿元，年均复合下降 24.65%。2018 年底，公司非流动负债 32.27 亿元，较上年底下降 35.55%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。2018 年底，公司长期借款 29.83 亿元，主要为信用借款（利率 4.2%—4.9%）。

有息债务方面，2016—2018 年公司全部债务有所下降，分别为 63.61 亿元、59.63 亿元和 55.63 亿元，主要系公司偿还债务所致。公司债务结构以长期债务为主，长期债务比重有所下降，2018 年底为 54.27%。债务指标方面，受偿还有息债务影响，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有所下降，2018 年底分别为 38.35%、35.64%和 23.11%。

表 11 公司债务构成及债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	9.58	12.19	25.43	8.59
长期债务	54.03	47.44	30.19	54.44
全部债务	63.61	59.63	55.63	63.03
资产负债率	44.98	42.78	38.35	41.15
全部债务资本化比率	41.83	38.68	35.64	38.68
长期债务资本化比率	37.92	33.41	23.11	35.27

注：1.已将其他应付款中的有息债务纳入短期债务，将长期应付款中有息债务纳入长期债务；2.加总不等于合计数系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2019 年 9 月底，公司负债增加至 69.86 亿元，非流动负债占比有所增加；公司全部债务 63.03 亿元，较上年底增长 13.30%，主要系

公司新增佛开南段改扩建工程项目贷款所致；公司债务结构以长期债务为主。债务指标方面，2019 年 9 月底，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底均有所上升，分别为 41.15%、38.68%和 35.27%。

从有息债务到期分布来看，2020—2022 年公司需偿还有息债务规模分别为 9.49 亿元、1.60 亿元和 4.94 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

近年来，随着公司控股高速公路车流量和通行费收入的增长，公司营业收入持续上升，投资收益为利润总额的重要补充，公司整体盈利能力强。

2016—2018 年，随着通行费收入的增长，公司营业收入稳定上升，分别为 28.25 亿元、30.89 亿元和 32.19 亿元，复合增长率为 6.74%；公司营业利润率保持较高水平，2018 年为 59.76%。

2016—2018 年，公司期间费用持续下降，主要系财务费用减少所致。2018 年公司期间费用为 3.97 亿元，同比下降 9.06%，其中财务费用 2.13 亿元，同比下降 14.04%，主要系偿还债务、利率下降所致。2018 年，公司期间费用占营业收入的比重同比下降 1.80 个百分点至 12.34%。

2016—2018 年，公司投资收益持续增加，年均复合增长 7.23%。2018 年，公司获得投资收益 5.08 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 4.64 亿元，主要来自广东广惠高速公路有限公司、肇庆粤肇公路有限公司、国元证券等；可供出售金融资产在持有期间产生的投资收益 0.44 亿元。

2018 年公司实现资产处置收益 0.66 亿元，系珠海高新区管委会收回广澳高速珠海段 4.213 公里补偿款。

近三年，公司利润总额持续增长，分别为 14.87 亿元、18.96 亿元和 20.98 亿元。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	28.25	30.89	32.19
投资收益	4.42	4.48	5.08
资产处置损益	0	0.00	0.66
利润总额	14.87	18.96	20.98
营业利润率	53.22	59.11	59.76
总资产收益率	10.09	12.89	13.71
净资产收益率	13.26	18.09	18.95

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标看，2016—2018 年，受控股路产盈利能力提升及投资收益增加影响，公司总资产收益率、净资产收益率均不断上升，2018 年分别为 13.71%和 18.95%。总体看，公司整体盈利能力强。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 22.81 亿元，相当于 2018 年公司营业收入的 70.86%；实现利润总额 15.62 亿元，投资收益 4.16 亿元。

5. 现金流分析

公司经营获现能力强，收入实现质量良好；投资支出以股权投资及高速公路项目建设为主，近年来投资节奏有所放缓，经营性净现金流能满足投资活动需要；公司筹资活动支出以债务还本付息和利润分配为主，受债务偿还及高分红政策影响，筹资活动现金流呈净流出。

经营活动方面，2016—2018 年公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 6.93%，主要得益于收入的增加。2018 年，公司经营活动现金流入量为 33.84 亿元，主要是通行费收入。同期，公司经营活动现金流出分别为 10.36 亿元、10.42 亿元及 14.68 亿元，主要为高速公路养护成本支出、职工薪酬、所缴纳的税费等。2018 年公司支付的各项税费 7.79 亿元，同比增长 81.61%，主要系广东省佛开高速公路有限公司（已注销）缴纳评估增值企业所得税费和年度企业所得税费增加。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 19.24 亿元、21.95 亿元和 19.16 亿元。

从收现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比为 102.63%、101.52%和 102.14%，公司收入实现质量良好。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
经营活动现金流入量	29.60	32.37	33.84	23.89
经营活动现金流出量	10.36	10.42	14.68	7.54
经营活动现金流量净额	19.24	21.95	19.16	16.35
现金收入比	102.63	101.52	102.14	102.80
投资活动现金流量净额	-17.46	-7.44	-2.03	-3.04
筹资活动现金流量净额	12.26	-16.93	-19.51	-8.46

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要是取得投资收益收到的现金。2016—2018 年，公司取得投资收益收到的现金分别为 4.71 亿元、4.24 亿元和 4.14 亿元；2018 年公司处置固定资产和长期资产收回现金 2.28 亿元，主要是公司收到的珠海高新区管委会对收回广澳高速珠海段 4.213 公里高速公路的补偿款。公司投资活动现金流出主要为高速公路改扩建支出及投资支付的现金，2016 年公司投资支付的现金 8.04 亿元，为公司购买佛开公司 25% 股权支出的现金，支付其他与投资有关的现金为收购建设公司债权相关支出；2017 年公司投资支付的现金 8.00 亿元，为购买国元证券股票支出的现金。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -17.46 亿元、-7.44 亿元和 -2.03 亿元，投资活动资金缺口逐年收窄。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司主要通过增发股票和银行借款筹集资金，筹资活动现金流入量逐年下降，2018 年为 13.85 亿元；2016 年公司吸收投资收到的现金 16.33 亿元，为增发股票取得的现金。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息、分配股利等支出。公司持续采取高现金分红政策，进一步扩大了公司筹资活动现金流出。公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，2016—2018 年分别为 12.26 亿元、-16.93 亿元和 -19.51 亿元。

2019年1—9月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为16.35亿元、-3.04亿元和-8.46亿元。

6. 偿债能力

公司经营获现能力强，现金充足，长短期偿债能力指标维持良好水平，同时考虑到公司畅通的直接和间接融资渠道，公司的整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，受长期借款陆续到期影响，公司流动比率和速动比率持续下降，2018年底分别为73.91%和73.90%；2019年9月底，公司流动负债下降较多，流动比率和速动比率均上升至206.23%。由于流动负债增长较快，2016—2018年，公司经营现金流动负债比持续下降，2018年为63.38%。2018年底及2019年9月底，公司现金短期债务比分别为0.84倍、3.03倍。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2016—2018年公司EBITDA不断上升，分别为27.42亿元、30.00亿元和31.45亿元；全部债务/EBITDA不断下降，分别为2.32倍、1.99倍和1.77倍；EBITDA利息倍数分别为7.59倍、10.62倍和11.41倍。公司长期偿债能力强。

截至2019年9月底，公司对外担保余额为17.25亿元，担保比率17.27%，系对公司股东广东交通的反担保。公司或有负债风险可控。

截至2019年9月底，公司共获得银行授信144.84亿元，已使用55.44亿元，未使用额度89.40亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司作为A、B股上市公司，具有良好的直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

受母公司吸收合并佛开公司（为分公司）影响，2018年母公司资产规模有所下降，资产构成以固定资产、长期股权投资和货币资金为主；权益规模稳定增长，债务负担较轻。公司

营业收入主要来源于子公司。

截至2018年底，母公司资产总额为161.70亿元，较上年底下降17.17%，主要系长期股权投资减少。母公司资产主要由固定资产（52.93亿元）、长期股权投资（46.79亿元）和货币资金（20.97亿元）构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为97.24亿元，较上年底增长13.98%，主要系利润累积。母公司所有者权益中股本和资本公积合计占51.83%。

截至2018年底，母公司负债总额为64.46亿元，较上年底下降41.35%，主要来自其他应付款的减少。母公司负债主要由其他应付款、长期借款和一年内到期的长期借款构成。母公司2018年底资产负债率为39.86%，同比下降16.44个百分点。

2018年，母公司实现营业收入14.08亿元，营业成本为7.15亿元，营业利润及利润总额分别为21.96亿元和21.94亿元。

2019年9月底，母公司资产总额、所有者权益较上年底变化不大，当期实现营业收入9.66亿元、利润总额13.45亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

本期中期票据计划发行规模7.50亿元，相当于2019年9月底公司长期债务和全部债务的13.78%和11.90%，对公司现有债务水平有一定影响。

2019年9月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为41.15%、35.27%和38.68%。以公司2019年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至43.64%、38.27%和41.38%。考虑到本期中期票据部分募集资金将用于偿还有息债务，本期中期票据发行后公司实际债务负担

或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为29.60亿元、32.37亿元和33.84亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的3.95倍、4.32倍和4.51倍；经营性净现金流分别为19.24亿元、21.95亿元和19.16亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的2.57倍、2.93倍和2.55倍；EBITDA分别为27.42亿元、30.00亿元和31.45亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的3.66倍、4.00倍和4.19倍。总体看，公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

十、结论

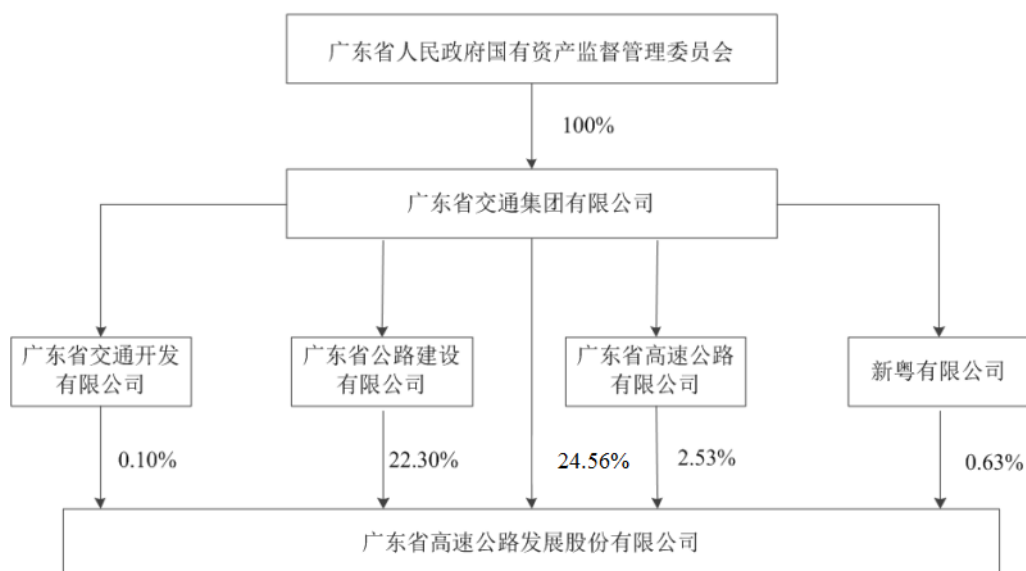
高速公路行业具有良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济进入稳增长新常态的宏观背景，政府加大对高速公路行业支持力度，行业未来发展空间广阔。

公司为作为广东交通控股的A股、B股上市公司，主要从事广东省内高速公路的投资、建设和经营管理，其经营路产区位优势明显，单公里通行费收入水平高。2016年公司完成重大资产重组，新增控股优质路产，同时受益于区域经济发展、路网效益增强等因素，公司下属路产车流量和通行费收入呈增长趋势，盈利能力持续增强。公司资产质量好，债务负担较轻，经营获现能力强。

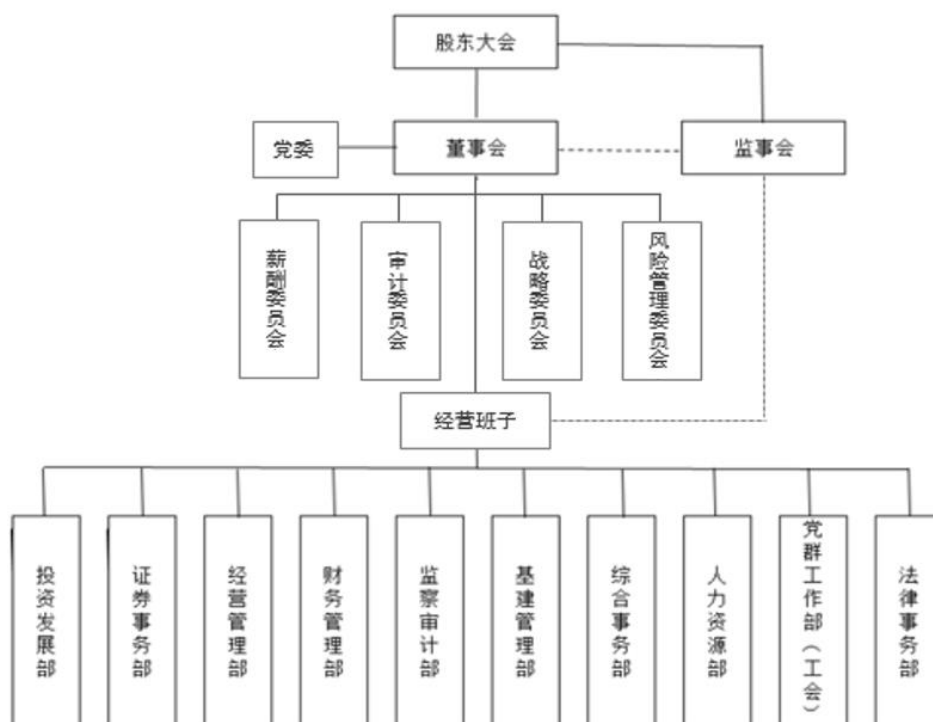
未来，随着广东省区域经济的持续发展、佛开南段改扩建工程通车后带动，公司整体车流量及通行费收入有望增长。

公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力强，同时考虑到广东省经济的稳步发展以及通车流量的增长，公司未来的盈利水平有望进一步提升，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司情况

序号	单位名称	主要经营地	持股比例(%)		业务性质	取得方式
			直接	间接		
1	广佛高速公路有限公司	广州	75.00	--	高速公路管理	同一控制下企业合并
2	广东高速科技投资有限公司	广州	100.00	--	科技投资咨询	投资设立
3	广州广珠交通投资管理有限公司	广州	100.00	--	投资管理	同一控制下企业合并
4	京珠高速公路广珠段有限公司	中山	20.00	55.00	高速公路管理	同一控制下企业合并
5	粤高资本投资（横琴）有限公司	广州	100.00	--	投资管理	投资设立

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.03	23.63	21.25	26.08
资产总额(亿元)	160.72	165.23	162.96	169.77
所有者权益(亿元)	88.44	94.54	100.46	99.91
短期债务(亿元)	9.58	12.19	25.43	8.59
长期债务(亿元)	54.03	47.44	30.19	54.44
全部债务(亿元)	63.61	59.63	55.63	63.03
营业收入(亿元)	28.25	30.89	32.19	22.81
利润总额(亿元)	14.87	18.96	20.98	15.62
EBITDA(亿元)	27.42	30.00	31.45	--
经营性净现金流(亿元)	19.24	21.95	19.16	16.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	63.61	46.34	35.04	--
存货周转次数(次)	2277.62	7700.93	31575.61	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.19	0.20	--
现金收入比(%)	102.63	101.52	102.14	102.80
营业利润率(%)	53.22	59.11	59.76	61.83
总资本收益率(%)	10.09	12.89	13.71	--
净资产收益率(%)	13.26	18.09	18.95	--
长期债务资本化比率(%)	37.92	33.41	23.11	35.27
全部债务资本化比率(%)	41.83	38.68	35.64	38.68
资产负债率(%)	44.98	42.78	38.35	41.15
流动比率(%)	172.89	120.04	73.91	206.23
速动比率(%)	172.87	120.04	73.90	206.23
经营现金流动负债比(%)	124.49	106.43	63.38	--
现金短期债务比(倍)	2.72	1.94	0.84	3.03
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	1.99	1.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.59	10.62	11.41	--

注：1. 2019年三季度财务数据未经审计；2. 其他应付款及长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.95	21.30	20.97	25.42
资产总额(亿元)	118.79	195.23	161.70	169.77
所有者权益(亿元)	79.69	85.32	97.24	98.99
短期债务(亿元)	0.50	9.69	23.72	8.09
长期债务(亿元)	30.00	45.45	27.68	50.47
全部债务(亿元)	30.50	55.14	51.40	58.56
营业收入(亿元)	0.51	6.34	14.08	9.66
利润总额(亿元)	7.13	15.90	21.94	13.45
EBITDA(亿元)	8.76	20.18	29.55	--
经营性净现金流(亿元)	4.75	2.13	11.26	6.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	66.72	75.25	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.0052	0.0404	0.0789	--
现金收入比(%)	19.60	88.06	97.80	102.65
营业利润率(%)	98.04	46.64	48.63	44.79
总资本收益率(%)	7.92	14.03	16.98	--
净资产收益率(%)	8.95	20.85	23.71	--
长期债务资本化比率(%)	27.35	34.76	22.16	33.77
全部债务资本化比率(%)	27.68	39.26	34.58	37.17
资产负债率(%)	32.92	56.30	39.86	41.69
流动比率(%)	211.13	35.49	62.04	142.36
速动比率(%)	211.13	35.49	62.04	142.36
经营现金流动负债比(%)	52.25	3.36	31.37	--
现金短期债务比(倍)	35.77	2.20	0.88	3.14
全部债务/EBITDA(倍)	3.48	2.73	1.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.50	10.23	11.55	--

注：1. 2019年三季度财务数据未经审计；2. 其他应付款及长期应付款中有息部分已纳入有息债务核算

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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%
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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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%
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 / 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 + 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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 广东省高速公路发展股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广东省高速公路发展股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

广东省高速公路发展股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对广东省高速公路发展股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，广东省高速公路发展股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东省高速公路发展股份有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现广东省高速公路发展股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对广东省高速公路发展股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如广东省高速公路发展股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对广东省高速公路发展股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与广东省高速公路发展股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。