信用评级公告

联合〔2021〕4481 号

联合资信评估股份有限公司通过对广东省高速公路发展股份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，“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十八日

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

广东省高速公路发展股份有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 粤高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 粤高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 粤高速 MTN001	6.80 亿元	6.80 亿元	2024/3/01
20 粤高速 MTN001	7.50 亿元	7.50 亿元	2025/3/17

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

跟踪评级时间：2021 年 6 月 18 日

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	3
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	1
			资产质量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子集
--				--

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

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，主要负责广东省内高速公路的投资建设和运营管理。跟踪期内，广东省经济保持发展，公司控股路产规模大幅增加。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司核心路产之一广佛高速收费期限即将到期等对其信用水平可能带来的不利影响。

随着全国收费公路恢复收费，广东省公路货运交通运输量的迅速回升以及区域经济持续发展、路网的协同效应将进一步显现，公司的通行费收入及盈利能力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，广东省经济保持增长、财政实力强，高速公路通车里程规模大，广东省“十四五”期间仍将保持较大的投资规模，公司发展的外部环境良好。
2. **跟踪期内，公司控股路产里程大幅增加。**公司是广东省重要的高速公路投资建设和经营管理主体。跟踪期内，公司收购广东广惠高速公路有限公司（以下简称“广惠高速”）股权，控股路产里程大幅增加，主业竞争实力进一步增强。
3. **路产盈利能力强，路产运营情况恢复良好。**2020 年公司控股路产盈利能力强。同时，随着新冠肺炎疫情得到控制，道路收费恢复，2021 年一季度公司的营业收入规模大幅回升。

分析师：赵传第　杨婷
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. **收费权到期风险。**广佛高速的收费权将于 2021 年 12 月 7 日到期，将对公司整体运营产生的不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	21.25	30.54	28.47	31.23
资产总额（亿元）	162.96	206.67	197.49	198.39
所有者权益（亿元）	100.46	126.97	102.32	107.36
短期债务（亿元）	24.98	7.96	4.67	3.73
长期债务（亿元）	29.83	56.04	64.04	74.29
全部债务（亿元）	54.82	64.00	68.70	78.02
营业收入（亿元）	32.19	49.99	37.90	12.58
利润总额（亿元）	20.98	28.25	18.56	7.49
EBITDA（亿元）	31.45	42.93	31.57	--
经营性净现金流（亿元）	19.16	32.23	26.36	8.49
营业利润率（%）	59.76	60.99	55.53	63.51
净资产收益率（%）	18.95	16.94	13.33	--
资产负债率（%）	38.35	38.56	48.19	45.89
全部债务资本化比率（%）	35.30	33.51	40.17	42.09
流动比率（%）	73.91	187.92	118.91	286.62
经营现金流动负债比（%）	63.38	174.53	101.56	--
现金短期债务比（倍）	0.85	3.84	6.10	8.36
EBITDA 利息倍数（倍）	11.41	14.65	11.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.74	1.49	2.18	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	161.70	174.37	164.47	166.57
所有者权益（亿元）	97.24	100.53	79.88	82.78
全部债务（亿元）	50.59	56.66	62.07	71.80
营业收入（亿元）	14.08	12.90	9.75	3.63
利润总额（亿元）	21.94	14.12	9.96	2.98
资产负债率（%）	39.86	42.35	51.43	50.30
全部债务资本化比率（%）	34.22	36.05	43.73	46.45
流动比率（%）	62.04	129.97	85.42	178.14
经营现金流动负债比（%）	31.37	36.50	19.04	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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，系四舍五入造成

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 粤高速 MTN001、19 粤高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/16	赵传第 陈铭哲	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）	阅读全文
20 粤高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/2/10	赵传第 陈铭哲	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）	阅读全文
19 粤高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/9/29	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

广东省高速公路发展股份有限公司
2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

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 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.91 亿元，广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通”）共持有公司 50.12%股份，为公司控股股东，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（见附件 1－1，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”）持有广东交通全部股份，广东省国资委为公司实际控制人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 197.49 亿元，所有者权益 102.32 亿元（含少数股东权益 22.99 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 37.90 亿元，利润总额 18.56 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 198.39 亿元，所有者权益 107.36 亿元（含少数股东权益 23.57 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 12.58 亿元，利润总额 7.49 亿元。

公司注册地址：广州市白云路 85 号；法定代表人：郑任发。

三、存续概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券详情见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1　截至2021年3月末跟踪评级债券概况

债项简称	当前余额（亿元）	起息日	期限（年）	票面利率（%）
19 粤高速 MTN001	6.80	2019/03/01	5	4.00
20 粤高速 MTN001	7.50	2020/03/17	5	3.00

资料来源：联合资信资料整理

四、宏观经济和政策环境

1.　宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工

1文中 GDP 增长均为实际增速，下同
2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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

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

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

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

供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

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

根据交通运输部发布的《2019－2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019－2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 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

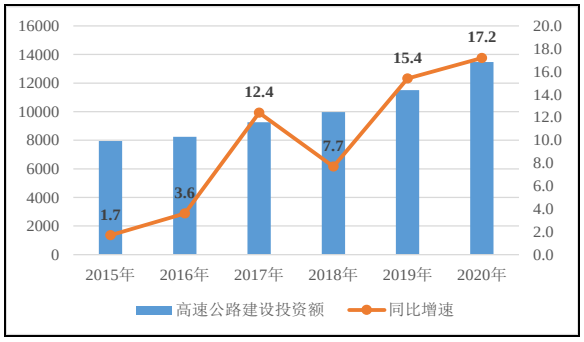
影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

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

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

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

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

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

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

2020 年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

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

（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路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

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

2. 区域经济环境

2020 年，广东省经济保持增长，区域经济发达，财政实力强。受新冠肺炎疫情影响，公路运输需求有所下降；2021 年一季度，货运周转量同比明显回升，客运周转量受铁路等分流因素影响，仍呈下降趋势。广东省高速公路通车里程规模大，“十四五”期间仍将保持较大的投资规模，公司外部发展环境良好。

根据《2020 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2020 年广东省实现地区生产总值 11.08 万亿元，比上年增长 2.3%（按可比价格）。其中，第一产业增加值 4769.99 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 43450.17 亿元，增长 1.8%；第三产业增加值 62540.78 亿元，增长 2.5%。三次产业结构比重为 4.3：39.2：56.5。按户籍人口计算，2020 年，广东省人均地区生产总值 112921.58 元。

2020 年，广东省全年地方一般公共预算收入 12921.97 亿元，比上年增长 2.1%。其中，税收收入 9881.21 亿元，下降 1.8%。全年一般公共预算支出 17484.67 亿元，增长 1.0%。

交通方面，2020 年，广东省全年货物运输周转量 27575.11 亿吨公里，下降 0.2%（其中公路运输周转量为 2524.20 亿吨公里，下降 1.6%）；旅客运输周转量 2617.18 亿人公里，下降 45.1%（其中公路旅客运输周转量 556.31 亿人公里，下降 49.10%）。2020 年末公路通车里程 22.2 万公里，其中，高速公路里程 10488 公里。2020 年末全省民用汽车保有量 2500.93 万辆，比上年底增长 7.5%，其中，私人汽车 2191.86 万辆，增长 7.6%。民用轿车保有量 1460.18 万辆，增长 6.9%。其中，私人轿车 1359.83 万辆，增长 7.3%。

根据广东省交通运输厅官网披露，2020 年 1－11 月，全省交通基础设施建设完成投资 1890.4 亿元，较上年增长 18.7%。其中，公路项目完成投资 1697.2 亿元，较上年增长 17.4%。

2021 年 1－3 月，公路货物运输周转量 646.82 亿吨公里，较上年同期增长 70.65%；公

路旅客运输周转量 71.37 亿人公里，较上年同期下降 45.26%，主要系高铁分流客运所致。

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》，“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[3]，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”期间广东省完成投资 5990.00 亿元.

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。广东交通为公司控股股东，广东省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是广东省重要的高速公路投资建设和经营管理主体，2020 年，公司控股路产规模大幅增加且盈利能力强，公司的整体竞争实力很强。

跟踪期内，公司仍是广东省重要的高速公路投资建设和经营管理主体。2020 年，公司控股路产里程较上年大幅增加 153.08 公里至 306.78 公里。截至 2021 年 3 月末，公司投资的高速公路项目（含参股）总通车里程 817.01 公里。2020 年控股路产车流量 2.87 亿辆，实现通行费收入 36.66 亿元，单公里通行费收入 1194.97 万元，路产盈利能力强。2020 年，公司获得联营及合营企业投资收益 1.71 亿元，绝大部分为参股路产的投资收益。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码为：91440000190352102M），截至 2021 年 1 月 4 日，公司本部无未结清及已结清不良及关注类信息记录，公司本部过往信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码为：91440000617401445C），截至 2021 年 5 月 25 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 笔已结清关注类记录（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。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事及高管发生变更，管理制度连续，整体管理运作正常。

跟踪期内，公司董事及高管等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	日期	原因
王萍	董事、总工程师	离任	2020/01/08	退休
杜军	董事	离任	2020/06/24	工作变动
操宇	董事	离任	2020/09/04	工作变动
方智	董事、总会计师	离任	2020/12/21	工作变动
吴浩	董事	现任	2020/11/02	聘任
游小聪	董事	现任	2020/07/21	聘任
陆明	董事、总会计师	现任	2020/12/25	聘任
骆保国	副总经理	现任	2020/12/25	聘任

资料来源：公司公告

八、重大事项

跟踪期内，公司收购广东广惠高速公路有限公司（以下简称“广惠高速”）股权，控股路

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。

产里程大幅增加，主业竞争实力进一步增强。

2020 年 7 月 16 日公司启动重大资产重组工作，公司通过现金方式收购广东省高速公路有限公司（以下简称“省高速”）持有的广惠高速 21.00%股权（以下简称“本次交易”）。本次交易标的资产作价 24.94 亿元。截至 2019 年末，广惠高速资产总额为 42.28 亿元，2019 年营业收入为 19.44 亿元，净利润为 10.03 亿元。广惠高速控股高速里程为 153.08 公里，是珠三角干线公路之一。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已向省高速支付 12.72 亿元股权受让款，占全部股权受让款的 51.00%，广惠高速 21.00%股权已变更至公司名下，公司持有广惠高速 51.00%股权，本次交易所涉广惠高速章程修正案已在市场监督管理部门办理了备案。通过本次交易，有利于增加公司控股高速公路里程，增强公司主业竞争实力。

九、经营分析

1. 经营概况

受新冠肺炎疫情及部分路段封闭维修等因素影响，2020 年公司通行费收入及毛利率明显下降。受收费天数增加影响，2021 年一季度通行费收入同比大幅增加，综合毛利率同比明显提升。

2020 年，公司营业收入较上年下降 24.18%，主要系通行费收入下降所致。受新冠肺炎疫情及部分路段封闭维修等因素影响，2020 年公司通行费收入较上年下降 24.46%；受上述因素影响，公司综合毛利率较上年减少 5.35 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 12.58 亿元，较上年同期增加 9.03 亿元，主要系 2021 年一季度公司公路收费天数同比增加 52 天所致。公司综合毛利率为 63.92%。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	48.53	97.08	62.40	36.66	96.72	56.74
其他业务	1.46	2.92	31.58	1.24	3.28	38.68
合计	49.99	100.00	61.50	37.90	100.00	56.15

注：尾差系四舍五入所致；收入均采用合并广惠高速追溯调整后的数据
资料来源：联合资信根据审计报告整理

2. 业务经营分析

受合并广惠高速影响，2020 年公司控股里程较上年大幅增加。受新冠肺炎疫情和部分路段维修影响，2020 年公司控股及参股的路产车流量略有下降，通行费收入明显下降但路产盈利能力强。2021 年一季度，公司通行费收入大幅回升。公司高速公路项目剩余投资规模一般，未来投资压力不大。同时需关注广佛高速收费权到期对公司整体运营带来的不利影响。

控股路产运营情况

2020 年，受合并广惠高速影响，公司控股里程较上年大幅增加。截至 2021 年 3 月末，公司控股高速公路合计通车里程 306.78 公里。2020 年，公司控股高速公路合计车流量较上年下降 4.31%；通行费收入较上年下降 24.46%，主要系新冠肺炎疫情防控期间免收公路车辆通行费政策及部分路段封闭维修所致。

表 7 截至 2021 年 3 月末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 7 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
广惠高速	经营性	153.08	1999 年起。其中萝岗至石湾段至 2029 年，石湾至小金口段至 2027 年，小金口至凌坑段至 2027 年	66.77
合计	--	**306.78**	--	**237.79**

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，广惠高速总投资系该项目当时总投资；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；南段改扩建工程主体已实现通车，公司正在申请收费期限延期
资料来源：公司提供

表 8　公司所辖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		
	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
广佛高速	7596.92	7269.75	1844.55	4.71	3.30	1.09
佛开高速	7668.46	7718.23	2039.87	12.77	9.61	3.6
京珠高速广珠段	7330.12	6189.52	1711.83	11.87	7.82	2.63
广惠高速	6258.26	7487.22	1904.64	19.18	15.92	4.99
合计	**28853.76**	**28664.72**	**7500.89**	**48.53**	**36.66**	**12.31**

注：上表车流量包含了因疫情防控要求免收收费公路车辆通行费期间的通行车流量
资料来源：公司提供

2021 年 1—3 月，公司控股路产产生通行费收入较上年同期增加 8.95 亿元，主要系收费天数增加 52 天及部分路段车流量自然增长所致。

受新冠肺炎疫情期间免收通行费政策及部分路段维修影响，2020 年，公司控股高速公路单公里通行费收入为 1194.97 万元，较上年下降 32.38%，路产盈利能力仍属强；公司总资产周转率（通行费收入口径）为 9.07%，较上年下降 4.06 个百分点。

收费权到期方面，广佛高速 2020 年通行费收入为 3.30 亿元，占公司营业收入比重为 8.71%，该路段收费权将于 2021 年 12 月 7 日到期，需关注其收费权到期对公司整体运营带来的不利影响。

收费标准方面，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。

折旧计提方面，公司路产仍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。同时，2020 年 1 月 1 日起，公司调整了佛开高速及京珠高速广珠段车流量预测，对 2020 年以后的折旧计提变更了会计估计，此项会计估计变更导致 2020 年固定资产折旧较原会计估计少计提折旧 1.72 亿元，净利润增加 1.29 亿元。2020 年公司路产折旧与摊销为 10.21 亿元，较上年下降 14.15%。

表9　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

参股路产的运营情况

跟踪期内，由于广惠高速控股合并，公司参股路产里程较上年减少 153.08 公里。截至 2021 年 3 月末，公司共参股高速公路 6 条，合计出资 17.49 亿元，合计通车里程 510.23 公里（按照权益比例折算合计 82.58 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，路产详情如下表所示。

表 10　2021 年 3 月末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 05 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
中江高速及江鹤二期公路	经营性	40.07	2005 年 11 月－2027 年 08 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 07 月－2040 年 07 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	--	**510.23**	--	**437.16**	**17.49**

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

资料来源：公司提供

表 11　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		
	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
惠盐高速	4234.94	4349.6	1273.60	24667.08	18593.5	5735.20
广肇高速	3506.46	2892.08	932.39	55550.74	43561.59	13598.76
中江高速及江鹤二期公路	6134.67	6095.58	1559.63	45633.1	33867.12	11250.85
康大高速	324.21	147.82	37.75	25677.24	21190.46	7293.64
赣康高速	517.41	440.48	121.42	18438.04	12833.68	4,659.91
广乐高速	3039.42	3467.39	1025.92	318505.70	248409.48	84565.86
合计	**17757.11**	**17392.95**	**4950.71**	**488471.90**	**378455.83**	**127104.22**

注：受 ETC 系统调试影响，2020 年一季度各路段最终车流量尚未统计完成

资料来源：公司提供

受新冠疫情期间免收通行费政策影响，2020 年，公司参股路产车流量及通行费收入较上年均有所下降。2020 年，公司获得联营及合营企业投资收益 1.15 亿元，较上年下降 32.12%，对公司利润形成一定补充。

2021 年 1－3 月，由于收费天数增加，公

司所参股公路通行费收入较上年同期增加 9.21 亿元，公司所获投资收益较上年同期增加 0.55 亿元。

在建及拟建项目

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目为佛开高速公路南段改扩建工程，概算投资 34.26 亿元，已完成投资 25.99 亿元。该项目已建成通车，剩余投资主要用于沿线服务区及立交桥建设。公司暂无其他高速公路拟建计划。总体看，公司高速公路项目剩余投资规模一般，公司投资压力不大。

表 12　2021 年 3 月末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		2021 年 4—12 月
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	25.99	3.00

注：已投资金额主要体现在“固定资产”和“在建工程”科目
资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将巩固和拓展高速公路主业，研究增持现有优质参股路产项目，增加高速公路控股项目，推进高速公路改扩建及核定经营期工作，推动交通产业智慧升级，继续推动和支持沿线土地资源开发。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年度合并财务报表经永拓会计师事务所（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 2021 年一季度财务报表未经审计。公司执行最新的企业财务会计准则。从合并范围看，2020 年，公司合并范围内新增 1 家子公司（同一控制下企业合并），减少 1 家子公司（公司内部吸收合并）。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 5 家。本报告采用追溯调整后财务数据。总体看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模波动小幅下降，考虑到路产资产可带来稳定的通行费收入及现金流，公司整体资产质量好。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较年初下降 4.44%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表 13　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**34.70**	**16.79**	**30.86**	**15.63**	**33.88**	**17.08**
货币资金	30.54	14.78	28.47	14.42	31.23	15.74
非流动资产	**171.97**	**83.21**	**166.62**	**84.37**	**164.51**	**82.92**
其他权益工具投资	18.36	8.88	17.37	8.80	17.58	8.86
长期股权投资	22.07	10.68	23.82	12.06	24.36	12.28
固定资产	124.60	60.29	115.40	58.43	112.03	56.47
资产总额	**206.67**	**100.00**	**197.49**	**100.00**	**198.39**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

公司流动资产以货币资金为主。截至 2020 年末，公司货币资金较年初下降 6.77%。其中，受限资金为 122.12 万元。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初下降 3.11%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资和固定资产构成。公司固定资产较年初下降 7.38%，主要系计提折旧所致。固定资产主要为公司持有的路产，累计计提折旧 147.61 亿元，固定资产成新率 45.80%，成新率一般。公司长期股权投资较年初增长 7.93%，主要系新增对外投资及权益法下投资收益增加所致。公司长期股权投资主要是对联营高速公路公司、国元证券股份有限公司及湖南联智科技股份有限公司的股权投资。公司其他权益工具投资较年初下降 5.38%，主要为公司持有的中国光大银行股份有限公司股票 2.35 亿股（9.39 亿元）、对广东广乐高速公路有限公司（7.48 亿元）及广东广电网络投资一号有限合伙企业（0.50 亿元）等的股权投资。

截至 2020 年末，公司受限货币资金 122.12 万元。此外，公司以京珠高速公路广珠段项目收费权益的 19.20%设置质押担保，对应借款 6.57 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额和资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受企业合并影响，公司所有者权益规模有所下降，权益稳定性一般。

截至 2020 年末，公司所有者权益 102.32 亿元，较年初下降 19.41%，主要系因同一控制下企业合并广惠高速减少资本公积 24.95 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.53%，少数股东权益占比为 22.47%。在所有者权益中，实收资本占 20.43%、资本公积占 6.31%、其他综合收益占 2.96%和未分配利润占 36.41%。公司权益稳定性一般。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 107.36 亿元，较上年末增长 4.92%，主要系未分配利润增长所致；权益结构较上年末变化不大。

（2）负债

债务规模持续增长，债务负担有所加重，但整体债务负担一般。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 19.40%。公司负债仍以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表 14 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**18.46**	**23.17**	**25.96**	**27.28**	**11.82**	**12.99**
其他应付款	4.75	5.96	15.13	15.90	2.75	3.02
非流动负债	**61.23**	**76.83**	**69.21**	**72.72**	**79.21**	**87.01**
长期借款	49.26	61.81	49.77	52.30	60.02	65.93
应付债券	6.78	8.51	14.26	14.99	14.27	15.67
负债总额	**79.70**	**100.00**	**95.16**	**100.00**	**91.04**	**100.00**

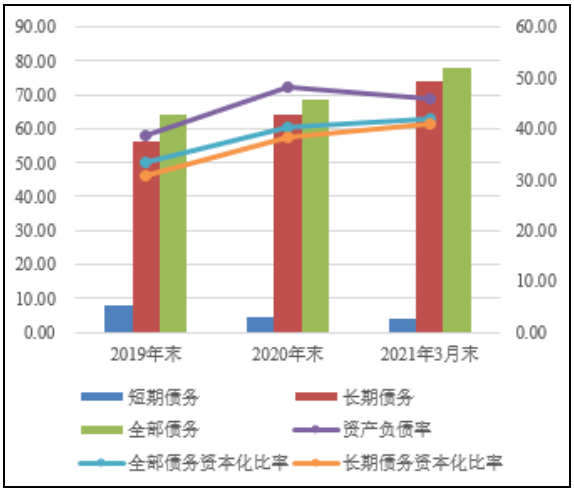
资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 40.57%，主要系其他应付款增长所致。公司流动负债主要由构成。公司其他应付款较年初增长 218.65%，主要系应付广惠高速 21.00%股权并购剩余款所致。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初增长 13.02%。公司非流动负债主要由长期借款（占 71.92%）和应付债券（占 20.61%）构成。

公司长期借款较年初增长 1.04%。公司应付债券较年初增长 110.36%，主要系公司发行“20 粤高速 MTN001”所致。

图 2　公司债务及资本结构情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司全部债务 68.70 亿元，较年初增长 7.34%。其中，短期债务占 6.79%；长期债务占 93.21%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.19%、40.17%和 38.49%，较年初分别增加 9.62 个百分点、6.66 个百分点和 7.87 个百分点。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额和负债结构较上年末变化不大。公司全部债务 78.02 亿元，较上年末增长 13.56%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务 3.73 亿元（占 4.79%），较上年末下降 19.97%；长期债务 74.29 亿元（占 95.21%），较上年末增长 16.00%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.89%、42.09%和 40.90%，较上年末分别下降 2.30 个百分点、提高 1.92 个百分点和提高 2.40 个百分点。公司债务负担一般。

从有息债务期限分布来看，公司 2021 年 4－12 月、2021 年和 2022 年需偿还有息债务规模分别为 2.99 亿元、5.01 亿元和 4.81 亿元。公司集中偿债压力不大。

4.　盈利能力

受新冠肺炎疫情及部分路段封闭维修等因素影响，公司营业收入明显下降，公司盈利指标有所下滑但整体盈利能力强；随着疫情得到控制，道路收费恢复，2021 年一季度公司的营业收入规模大幅回升。

受新冠肺炎疫情及部分路段封闭维修等因素影响，2020 年，公司营业收入较上年下降 24.18%；公司营业成本较上年下降 13.63%，营业收入降幅高于营业成本降幅，公司营业利润率有所下降。

表 15　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业收入	49.99	37.90	12.58
营业成本	19.24	16.62	4.54
费用总额	4.43	4.21	1.11
其中：管理费用	2.19	2.04	0.47
财务费用	2.24	2.16	0.64
投资收益	2.15	1.71	0.54
利润总额	28.25	18.56	7.49
营业利润率	60.99	55.53	63.51
总资本收益率	12.61	9.52	--
净资产收益率	16.94	13.33	--

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

2020 年，公司费用总额较上年下降 5.09%。公司费用总额由管理费用和财务费用构成。2020 年，公司期间费用率[4]为 11.09%，较上年增加 2.23 个百分点。

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司所投公路公司盈利规模有所下降使得公司投资收益较上年有所下降。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下滑，但公司整体盈利能力强。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 12.58 亿元，较上年同期增长 495.59%，主要系上年同期新冠肺炎疫情防控期间免收通行费所致；利润总额由上年同期的-0.69 亿元转为 7.49 亿元。

5. 现金流

受新冠肺炎疫情影响，公司经营性现金净流入规模有所下降但经营获现能力仍强。由于公路投资及对外投资规模下降，公司投资活动现金净流出有所收窄，公司未来融资需求不大。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为车辆通行费等形成现金流入。受新冠肺炎疫情防控期间免收通行费影响，2020 年公司经营活动现金流入量较上年下降 21.59%。同期，公司经营活动现金流出量较上年下降 27.22%，主要系公司支付税费减少所致，构成主要为高速公路养护成本支出、职工薪酬、所缴纳的税费。2020 年公司经营性净现金流入量较上年下降 18.20%。公司现金收入比略有提高，公司经营获现能力仍强。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入量较上年变化不大，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出量较上年下降 24.00%，主要系高速公路改扩建支出以及对外股权投资下降所致。2020 年，公司投资活动现金净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为银行借款及发行债券等形成的现金流入。2020 年，公司筹资活动现金流入量较上年下降 38.32%，主要系借款减少所致；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息、分配股利及支付部分购买广惠高速 21.00%股权对价款等支出。2020 年，筹资活动现金流出量较上年下降 20.58%。2020 年，公司筹资活动现金净流出规模进一步扩大。

[44] 期间费用率=费用总额/营业收入*100

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	51.67	40.51	12.77
经营活动现金流出小计	19.45	14.15	4.28
经营活动现金流量净额	**32.23**	**26.36**	**8.49**
投资活动现金流入小计	3.70	3.73	0.24
投资活动现金流出小计	11.64	8.85	1.07
投资活动现金流量净额	**-7.95**	**-5.12**	**-0.83**
筹资活动现金流入小计	36.63	22.59	12.28
筹资活动现金流出小计	57.81	45.91	17.18
筹资活动现金流量净额	**-21.18**	**-23.32**	**-4.90**
现金收入比	101.30	102.01	97.89

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2021 年 1－3 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 8.49 亿元、-0.83 亿元和-4.90 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力显著增强，长短期偿债能力强，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 17 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	187.92	118.91	286.62
速动比率	187.92	118.91	286.60
现金短期债务比	3.84	6.10	8.36
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	14.65	11.66	--
全部债务/EBITDA	1.49	2.18	--

注：上述指标部份为时点数
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率与速动比率较年初均有所下降，现金短期债务比大幅上升。2021 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均明显上升，剔除受限现金类资产后现金短期债务比仍为 8.36 倍。公司短期偿债能力显著增强，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 31.57 亿元，较上年下降 26.48%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 31.98%）、计入财务费用的利息支出（占 8.38%）和利润总额（占 58.79%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 14.65 倍下降至 11.66 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度很高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 1.49 倍提高至 2.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 201.47 亿元，其中未使用额度 124.40 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。

重大诉讼方面，截至 2021 年 3 月末，公司无作为被告方的重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司的资产主要来自于母公司，收入主要来自子公司，母公司对子公司控制力度较强，2020 年，母公司资产规模略有下降，债务负担有所增加但仍属较轻，短期偿债能力强。

母公司通过财务管理、人事任免等手段可对子公司形成直接控制，母公司对子公司控制力度较强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 164.47 亿元（占合并口径比重为 83.28%），较年初下降 5.67%。其中，货币资金 17.82 亿元。截至 2020 年末，母公司全部债务 62.07 亿元。其中，短期债务占 6.29%、长期债务占 93.71%。母公司全部债务资本化比率 43.73%。截至 2020 年末，母公司所有者权益为 79.88 亿元，年初下降 20.54%，主要系购买广惠高速 21.00%股权溢价部分冲减资本公积和吸收合并广州广珠交通投资管理有限公司冲减资本公积所致。

2020 年，母公司营业收入为 9.75 亿元（占合并口径比重为 25.73%），利润总额为 9.96 亿元。同期，母公司投资收益为 10.10 亿元，主要为参股单位分红形成的投资收益。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 166.57 亿元，所有者权益为 82.78 亿元；母公司资产负债率 50.30%；全部债务 71.80 亿元，全部债务资本化比率 46.45%，母公司债务负担有所增加但仍属一般。现金短期债务比为 6.86 倍，母公司短期偿债能力强。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 3.63 亿元，利润总额 2.98 亿元，投资收益 2.17 亿元。

十一、存续期内债券偿债能力

公司无一年内到期的债券，经营活动现金流入量、经营活动现金净额及 EBITDA 对公司未来待偿存续期债券本金峰值的保障程度高。

截至 2021 年 5 月末，公司存续期债券余额 14.30 亿元。其中，无一年内到期的债券，2025 年公司将达到存续债券待偿本金峰值 7.50 亿

元。截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产为 31.23 亿元；2020 年，公司经营活动现金流入量 40.51 亿元、经营活动现金净额为 26.36 亿元和 EBITDA 为 31.57 亿元，对公司存续期债券保障情况如下表。

表 18　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

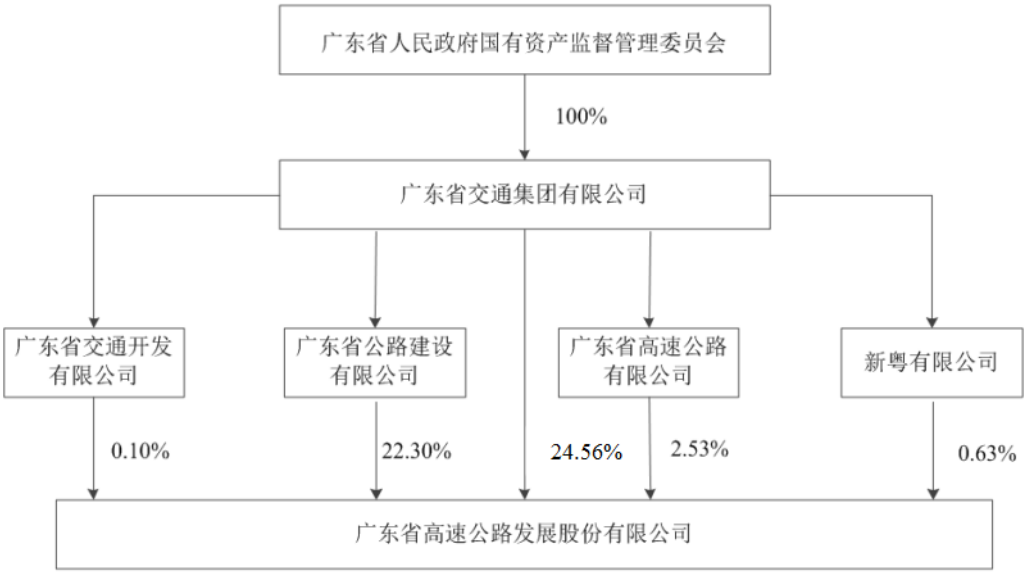
项目	保障情况
截至 2021 年 5 月末一年内到期的债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	7.50
2021 年 3 月末现金类资产/一年内到期债券余额	*
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.40
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.51
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.21

注：分母为 0，用“*”表示
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

十二、结论

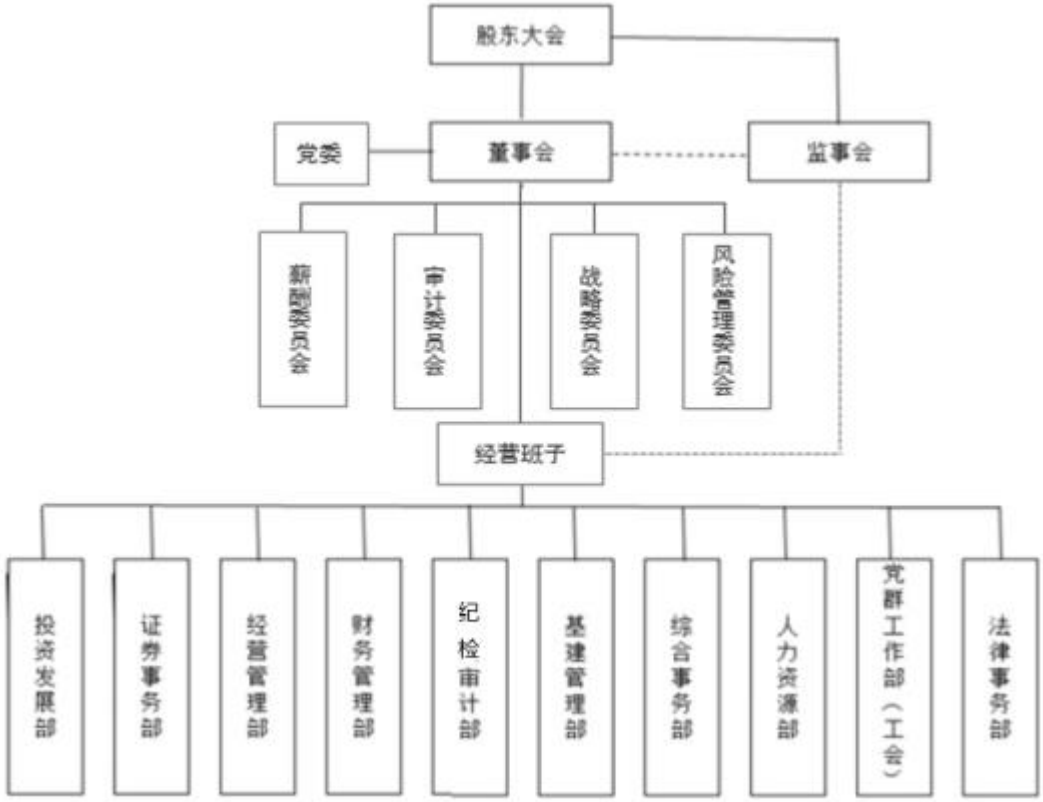
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 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 2021 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　2021 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	主要经营地	持股比例(%)	业务性质	取得方式
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	广东广惠高速公路有限公司	广州	51.00	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	75.00	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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.25	30.54	28.47	31.23
资产总额（亿元）	162.96	206.67	197.49	198.39
所有者权益（亿元）	100.46	126.97	102.32	107.36
短期债务（亿元）	24.98	7.96	4.67	3.73
长期债务（亿元）	29.83	56.04	64.04	74.29
全部债务（亿元）	54.82	64.00	68.70	78.02
营业收入（亿元）	32.19	49.99	37.90	12.58
利润总额（亿元）	20.98	28.25	18.56	7.49
EBITDA（亿元）	31.45	42.93	31.57	--
经营性净现金流（亿元）	19.16	32.23	26.36	8.49
财务指标				
销售债权周转次数（次）	35.04	37.28	21.91	--
存货周转次数（次）	31575.61	19973.71	20094.06	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.27	0.19	--
现金收入比（%）	102.14	101.30	102.01	97.89
营业利润率（%）	59.76	60.99	55.53	63.51
总资本收益率（%）	13.79	12.61	9.52	--
净资产收益率（%）	18.95	16.94	13.33	--
长期债务资本化比率（%）	22.89	30.62	38.49	40.90
全部债务资本化比率（%）	35.30	33.51	40.17	42.09
资产负债率（%）	38.35	38.56	48.19	45.89
流动比率（%）	73.91	187.92	118.91	286.62
速动比率（%）	73.90	187.92	118.91	286.60
经营现金流动负债比（%）	63.38	174.53	101.56	--
现金短期债务比（倍）	0.85	3.84	6.10	8.36
EBITDA 利息倍数（倍）	11.41	14.65	11.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.74	1.49	2.18	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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，系四舍五入造成

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.97	27.91	17.82	20.92
资产总额（亿元）	161.70	174.37	164.47	166.57
所有者权益（亿元）	97.24	100.53	79.88	82.78
短期债务（亿元）	23.27	7.45	3.91	3.05
长期债务（亿元）	27.32	49.22	58.16	68.75
全部债务（亿元）	50.59	56.66	62.07	71.80
营业收入（亿元）	14.08	12.90	9.75	3.63
利润总额（亿元）	21.94	14.12	9.96	2.98
EBITDA（亿元）	24.17	16.37	12.46	--
经营性净现金流（亿元）	11.26	8.37	4.73	5.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	75.25	64.08	39.92	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.06	--
现金收入比（%）	97.80	102.25	101.89	100.99
营业利润率（%）	48.63	38.66	31.95	45.58
总资本收益率（%）	17.11	10.02	8.33	--
净资产收益率（%）	23.71	13.43	11.67	--
长期债务资本化比率（%）	21.93	32.87	42.13	45.37
全部债务资本化比率（%）	34.22	36.05	43.73	46.45
资产负债率（%）	39.86	42.35	51.43	50.30
流动比率（%）	62.04	129.97	85.42	178.14
速动比率（%）	62.04	129.97	85.42	178.14
经营现金流动负债比（%）	31.37	36.50	19.04	--
现金短期债务比（倍）	0.90	3.75	4.56	6.86
EBITDA 利息倍数（倍）	9.23	6.28	4.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.09	3.46	4.98	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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，系四舍五入造成；3. 因存货为 0，部份指标用“*”表示

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=［（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1］×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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+一年内到期的长期负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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

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

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。