信用评级公告

联合〔2022〕3509 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

二〇二二年五月三十一日

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
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东省高速公路发展股份有限公司	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

跟踪评级债项概况：

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

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	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

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，广东省经济快速增长，公司控股路产盈利能力明显增强、对外投资收益较好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司广佛高速收费权已于 2022 年 3 月 3 日到期、疫情对公司通行费的影响等对其信用水平可能带来的不利影响。

随着广东省区域经济持续发展、公司佛开高速公路南段改扩建工程项目完工，路段顺利通车，公司路网协同效应进一步释放，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，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。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**2021 年，广东省经济快速增长、财政实力强，公路货物周转量增幅较大，同时广东省在“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. **公司控股路产盈利能力明显增强。**公司是广东省重要的高速公路投资建设和经营管理主体。受益于车流量增长及收费天数增加，2021 年公司控股路产通行费收入同比增长 41.03%，单公里通行费收入增至 1685.25 万元/年，路产盈利能力明显增强。
3. **对外投资收益较好。**截至 2022 年 3 月末，公司参股高速公路按照权益比例折算合计 82.58 公里。由于参股路产通行费收入明显增长，2021 年，公司获得联营及合营企业投资收益 2.77 亿元，同比增长 61.68%。

关注

1. **收费权到期风险。**广佛高速的收费权已于 2022 年 3 月 3 日到期，广佛高速 2021 年通行费收入为 4.49 亿元，占公司营业收入比重为 8.49%，收费权到期对公司整体收入带来的不利影响。

分析师：杨　婷　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

2. **关注疫情对公司通行费的影响。**多地疫情爆发致使 2022 年一季度公司控股及参股路产通行费同比分别下降 13.40%和 9.73%，需关注后续疫情发展对公司通行费的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	30.54	28.47	29.56	34.59
资产总额（亿元）	206.67	197.49	188.76	192.28
所有者权益（亿元）	126.97	102.32	113.21	118.54
短期债务（亿元）	7.96	4.67	5.26	5.16
长期债务（亿元）	56.04	64.04	60.03	59.66
全部债务（亿元）	64.00	68.70	65.28	64.82
营业收入（亿元）	49.99	37.90	52.88	10.66
利润总额（亿元）	28.25	18.56	31.62	7.24
EBITDA（亿元）	42.93	31.57	47.21	--
经营性净现金流（亿元）	32.23	26.36	36.70	7.71
营业利润率（%）	60.99	55.53	63.02	67.22
净资产收益率（%）	16.94	13.33	21.44	--
资产负债率（%）	38.56	48.19	40.02	38.35
全部债务资本化比率（%）	33.51	40.17	36.58	35.35
流动比率（%）	187.92	118.91	270.19	356.47
经营现金流动负债比（%）	174.53	101.56	315.45	--
现金短期债务比（倍）	3.84	6.10	5.62	6.71
EBITDA 利息倍数（倍）	14.65	11.66	16.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.49	2.18	1.38	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	174.37	164.47	156.85	158.73
所有者权益（亿元）	100.53	79.88	88.50	91.58
全部债务（亿元）	56.66	62.07	59.45	59.03
营业收入（亿元）	12.90	9.75	14.69	3.40
利润总额（亿元）	14.12	9.96	16.88	3.43
资产负债率（%）	42.35	51.43	43.58	42.30
全部债务资本化比率（%）	36.05	43.73	40.18	39.19
流动比率（%）	129.97	85.42	171.63	215.26
经营现金流动负债比（%）	36.50	19.04	99.77	--

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. 2022 年一季度数据未经审计，相关指标计算未经年化
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	2021/6/18	赵传第 杨婷	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

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

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

广东省高速公路发展股份有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围及部门设置均未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和股本均为 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 2021 年末，公司合并资产总额 188.76 亿元，所有者权益 113.21 亿元（少数股东权益 23.39 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 52.88 亿元，利润总额 31.62 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 192.28 亿元，所有者权益 118.54 亿元（少数股东权益 24.41 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.66 亿元，利润总额 7.24 亿元。

公司注册地址：广州市白云路 85 号；公司法定代表人：郑任发。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 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2022年4月末跟踪评级债券概况

债项简称	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：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

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

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 1　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

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

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

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

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

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出

6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

五、行业及区域环境分析

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

根据交通运输部发布的《2019－2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019－2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别

为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年末提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，2015－2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8%和 71.3%。

表 3　2015－2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比（%）	绝对值	同比（%）
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

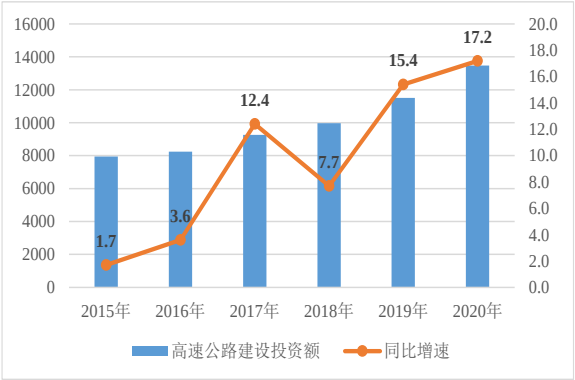
运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

（2）行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1　2015－2020 年中国高速公路建设投资情况
（单位：亿元、%）



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比为5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019年占78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表4　2015－2019年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比（%）
通行费收入（亿元）	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40
支出总额（亿元）	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29
其中：偿还债务利息支出（亿元）	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07
偿还债务本金支出（亿元）	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45
收支缺口（亿元）	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17
通行费收入/偿还债务利息（倍）	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金（倍）	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

（3）行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（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. 区域环境分析

广东省经济快速增长，区域经济发达，财政实力强。2021 年，公路货物周转量增幅较大。2022 年一季度，由于多地疫情爆发，省内客货运输需求均出现不同程度下降。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《2021 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2021 年广东实现地区生产总值（初步核算数）124369.67 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业增加值 5003.66 亿元，同比增长 7.9%；第二产业增加值 50219.19 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 69146.82 亿元，同比增长 7.5%。三次产业结构比重为 4.0:40.4:55.6，第二产业比重提高 0.9 个百分点。人均地区生产总值 98285 元。

2021 年，广东省全年地方一般公共预算收入 14103.43 亿元，同比增长 9.1%。其中，税收收入 10784.32 亿元，同比增长 9.1%。全年一般公共预算支出 18222.73 亿元，同比增长 4.2%。

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

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

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

根据《广东省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲》，“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[2]，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. 股权状况

跟踪期内，公司股权状况未发生变化。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. 企业规模与竞争力

公司是广东省重要的高速公路投资建设和经营管理主体，控股路产盈利能力强。

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。截至 2021 年末，公司控股路产里程 306.78 公里，较上年末未发生变化。截至 2022 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。2021 年控股路产车流量合计 3.20 亿辆，实现通行费收入 51.70 亿元，单公里通行费收入 1685.25 万元/年，路产盈利能力强。2021 年，公司获得联营及合营企业投资收益 2.77 亿元，绝大部分为参股路产的投资收益。

[2] “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。

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 2022 年 1 月 12 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：9144000061740144 5C），截至 2022 年 4 月 19 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。

截至 2022 年 5 月 29 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事及监事发生变更，管理制度连续，整体管理运作正常。

跟踪期内，公司董事及监事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
卓威衡	董事	离任	2021/02/24	工作变动
李海虹	监事	离任	2021/12/23	工作变动
冯源	监事	离任	2021/12/23	工作变动
黄海	董事	离任	2022/02/24	工作变动
任华	董事	现任	2021/06/22	聘任
邓云峰	监事	现任	2021/12/23	聘任
郑任发	董事长、董事	离任	2022/4/27	工作调动

资料来源：公司公告及年报

八、经营分析

1. 经营概况

受收费天数增加及车流量增长等因素影响，2021 年公司营业收入及毛利率明显增长。由于疫情影响及广佛高速停止收费，2022 年一季度公司营业收入同比下降。

2021 年，公司实现营业收入 52.88 亿元，同比增长 39.51%，主要系收费天数增加及车流量增长所致。受此因素影响，公司综合毛利率同比增加 7.36 个百分点。

2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 10.66 亿元，同比下降 15.25%，主要系多点疫情爆发以及广佛高速停止收费影响所致。由于部分路段因改扩建收费期限延长以及广佛高速停止折旧等，公司综合毛利率升至 66.70%。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况

（单位：亿元）

项目	2020 年			2021 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
通行费收入	36.66	96.72	56.74	51.70	97.77	63.75
其他业务	1.24	3.28	38.68	1.18	2.23	53.25
合计	**37.90**	**100.00**	**56.15**	**52.88**	**100.00**	**63.51**

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2. 业务经营分析

2021 年公司控股及参股的路产通行费收入明显增长，控股路产盈利能力明显增强。公司投资高速公路项目已接近尾声，未来投资压力不大。2022 年一季度，由于疫情影响，公司控股及参股路产通行费同比均有所下降，广佛高速于 2022 年 3 月收费权到期，其到期对公司整体收入带来不利影响。

控股路产运营情况

跟踪期内，公司控股高速公路通车里程未发生变化，截至 2022 年 3 月末，公司控股高速公路合计通车里程 306.78 公里。

收费权到期方面，2022 年 2 月 18 日，公司收到广东省交通运输厅出具的《广东省交通运输厅关于广佛高速公路收费期满处置有关事宜的通知》，主要内容为广佛高速公路自 2022 年 3 月 3 日零时起停止收费，同时广佛高速公路继续由公司的管理、养护。广佛高速 2021 年通行费收入为 4.49 亿元，占公司营业收入比重为 8.49%，其收费权到期对公司整体收入带来的不利影响。

2021 年，公司控股高速公路合计车流量同比增长 11.51%；通行费收入同比增长 41.03%，主要系收费天数增加及车流量增长所致。

表 7　截至 2022 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；4. 广佛高速实际收费权到期为 2022 年 3 月 3 日

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		
	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
广佛高速	7269.75	7928.27	1144.26	3.30	4.49	0.65
佛开高速	7718.23	8574.49	1906.08	9.61	14.54	3.39
京珠高速广珠段	6189.52	7165.82	1293.87	7.82	11.41	2.14
广惠高速	7487.22	8295.24	1686.4	15.92	21.26	4.48
合计	**28664.72**	**31963.82**	**6030.61**	**36.65**	**51.70**	**10.66**

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

2022 年 1－3 月，公司控股路产通行费收入同比下降 15.25%，主要系疫情及广佛高速停止收费所致。

2021 年，公司控股高速公路单公里通行费收入为 1685.25 万元/年，同比增长 41.03%，路产盈利能力进一步增强；公司总资产周转率（通行费收入口径）为 27.39%，同比增加 8.83 个百分点。

收费标准方面，跟踪期内，公司下辖高速公路收费政策未发生变化。

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，2021 年 6 月 1 日起，公司对佛开高速公路三堡至水口段折旧年限进行变更，折旧期限调整至 2044 年 6 月 14 日止，此项会计估计变更增加公司净利润 1.53 亿元。2021 年公司路产折旧与摊销为 12.57 亿元，同比增长 23.18%。

参股路产的运营情况

跟踪期内，公司参股高速公路里程未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司参股高速公路合计通车里程 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 9　截至 2022 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	2022 年 2 月－2047 年 2 月	5.45（暂未确定）	2.15（暂未确定）
广肇高速	经营性	51.13	2002 年 9 月－2031 年 11 月	23.38	2.05

江中高速	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	--	**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，因此标注暂未确定，总投资同样不包含其改扩建部分
资料来源：公司提供

表 10　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		
	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
惠盐高速	4349.60	5175.24	961.31	18593.50	24037.38	4452.00
广肇高速	2892.08	3813	843.06	43561.59	53568.64	11575.00
江中高速	6095.58	6710.69	1290.48	33867.12	47663.06	9049.00
康大高速	147.82	145.57	34.17	21190.46	31287.88	6888.00
赣康高速	440.48	460.81	103.74	12833.68	19905.23	4587.00
广乐高速	3467.39	3926.49	1049.47	248409.48	335608.32	78191.00
合计	**17392.95**	**20231.80**	**4282.23**	**378455.83**	**512070.51**	**114742.00**

资料来源：公司提供

2021 年，公司参股路产车流量及通行费收入同比均明显增长。2021 年，公司获得联营及合营企业投资收益 2.77 亿元，同比增长 61.68%，对公司利润形成一定补充。

2022 年 1－3 月，公司参股公路通行费收入同比下降 9.73%，投资收益同比增长 80.12%，主要为参股公司分红及转让子公司股权所获收益。

在建及拟建项目

截至 2022 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，内容为四车道扩建八车道，全长 33.264 公里，概算投资 34.26 亿元，已完成投资 26.52 亿元，计划于 2022 年 4－12 月和 2023 年分别投资 0.26 亿元和 2.09 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，公司高速公路在建项目已接近尾声，未来投资压力不大。

3.　未来发展

未来，公司将巩固和拓展高速公路主业，持续研究优质路产项目并购，巩固做好已有改扩建项目的投资等工作，做好参控股路段改扩建项目的前期研究、投资决策等相关工作，加大高速公路沿线土地资源开发力度，继续推动盘活新基田、陈山、沙头等地块相关工作。

九、财务分析

1.　财务概况

公司提供的 2021 年度合并财务报表经永拓会计师事务所（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 2022 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，2021 年，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 4 家，减少 1 家，减少子公司规模较小。2021 年，因会计准则及其他法律法规修订，公司部分会计政策变更，报表项目列报有所调整，但对公司的当期损益、总资产和净资产影响不大。总体看，公司财务数据可比性强。

2.　资产质量

公司对外投资可为公司带来较好收益，自持路产资产可带来稳定的通行费收入及现金流，公司整体资产质量高。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 188.76 亿元，较上年末下降 4.42%，主要系非流动资产下降所致。公司资产结构较上年末变化不大。

表 11　公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**30.86**	**15.63**	**31.43**	**16.65**	**36.42**	**18.94**
货币资金	28.47	92.26	29.56	94.06	34.59	94.97
非流动资产	**166.62**	**84.37**	**157.33**	**83.35**	**155.86**	**81.06**
其他权益工具投资	17.37	10.42	15.77	10.02	15.72	10.09
长期股权投资	23.82	14.30	26.27	16.70	26.58	17.06
固定资产	115.40	69.26	106.39	67.63	103.84	66.63
资产总额	**197.49**	**100.00**	**188.76**	**100.00**	**192.28**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司流动资产以货币资金为主。截至 2021 年末，公司货币资金较上年末增长 3.83%。其中，受限资金为 122.12 万元。

截至 2021 年末，公司非流动资产 157.33 亿元，较上年末下降 5.58%。公司其他权益工具投资较上年末下降 9.20%，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（7.81 亿元）、对广东广乐高速公路有限公司（7.46 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。公司固定资产较上年末下降 7.81%，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 159.72 亿元；固定资产成新率 41.91%，成新率一般。长期股权投资较上年末增长 10.27%，主要系追加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等的股权投资。2021 年，公司投资收益为 2.77 亿元。

截至 2021 年末，公司受限货币资金 122.12 万元。

截至 2022 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

受企业经营利润增长影响，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年末，公司所有者权益 113.21 亿元，较上年末增长 10.64%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 79.34%，少数股东权益占比为 20.66%。在所有者权益中，实收资本占 18.47%、资本公积占 6.30%、其他综合收益占 1.70%和未分配利润分占 42.05%。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益 118.54 亿元，较上年末增长 4.71%，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

公司全部债务及债务负担有所下降，整体债务负担一般，债务结构良好。

截至 2021 年末，公司负债总额较上年末下降 20.61%，主要系流动负债下降所致，非流动负债占比上升较快。

表 12　公司负债主要构成情况

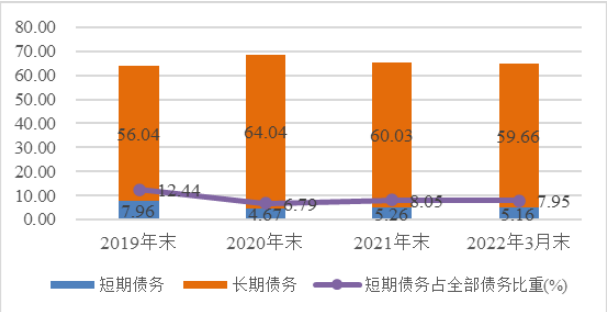
科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**25.96**	**27.28**	**11.63**	**15.40**	**10.22**	**13.86**
非流动负债	**69.21**	**72.72**	**63.91**	**84.60**	**63.52**	**86.14**
长期借款	49.77	71.92	45.73	71.54	45.39	71.45
应付债券	14.26	20.61	14.27	22.33	14.28	22.48
负债总额	**95.16**	**100.00**	**75.55**	**100.00**	**73.74**	**100.00**

注：其他应付款含应付利息、应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司流动负债较上年末下降 55.18%，主要系应付类款项下降所致。公司流动负债主要由应付账款（占 22.74%）、应交税费（占 14.15%）、其他应付款（占 15.30%）和一年内到期的非流动负债（占 45.18%）构成。流动负债中除一年内到期非流动负债外，其余科目占负债总额比重均在 5.00%以内。公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 97.37%，主要系非流动负债到期转入所致。

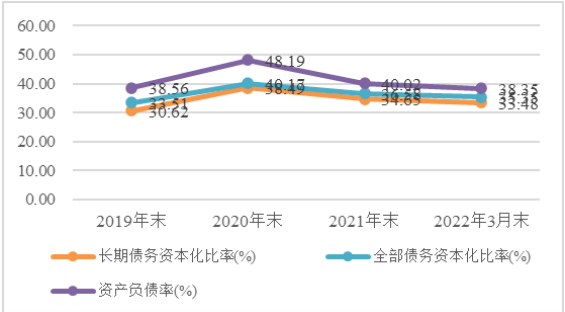
截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末下降 7.65%，主要系长期借款减少所致。公司长期借款较上年末下降 8.13%。公司应付债券 14.27 亿元，较上年末增长 0.07%。

图 2　公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 3　公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年末，公司全部债务 65.28 亿元，较上年末下降 4.98%，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别下降 8.16 个百分点、3.60 个百分点和 3.84 个百分点。

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 64.82 亿元，较上年末变化不大，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分别为 38.35%、35.35%和 33.48%，较上年末分别下降 1.67 个百分点、1.22 个百分点和 1.17 个百分点。公司债务负担一般。

从有息债务期限分布来看，截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4－12 月、2023 年和 2024 年需偿还有息债务规模分别为 0.39 亿元、1.92 亿元和 8.60 亿元。公司集中偿债压力不大，债务结构良好。

4.　盈利能力

2021 年，公司营业收入明显增长、盈利能力有所提高，整体盈利能力强。2022 年一季度公司营业收入及利润总额同比均有不同程度下降。

受收费天数增加及车流量增长等因素影响，2021 年，公司实现营业收入同比增长 39.51%；营业成本同比增长 16.08%；营业收入增速快于营业成本增速，受此影响，公司营业利润率同比增加 7.49 个百分点。

表 13　公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	37.90	52.88	10.66
营业成本	16.62	19.30	3.45
费用总额	4.21	4.59	0.94
其中：管理费用	2.04	2.24	0.64
财务费用	2.16	2.22	0.47
投资收益	1.71	2.77	0.98
利润总额	18.56	31.62	7.24
营业利润率	55.53%	63.02%	67.22%
总资本收益率	9.52%	15.18%	--
净资产收益率	13.33%	21.44%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2021 年，公司费用总额同比增长 9.05%，主要系管理费用增长所致。公司费用总额主要由管理费用和财务费用构成。2021 年，公司期间费用率[3]为 8.67%，同比减少 2.42 个百分点，公司费用控制能力有所强化。

2021 年，由于国内疫情整体控制，公司对高速公司投资收益同比增长。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比增长明显，公司盈利能力有所提高，整体盈利能力强。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入同比下降 15.25%，利润总额同比下降 3.28%。

5.　现金流

公司经营获现能力强，受营业收入明显增长影响，公司经营性现金净流入规模增幅较大。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继续收窄，主业获现规模增加叠加公司改扩建支出规模下降，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。受收费天数增加及车流量增长等因素影响，2021 年公司经营活动现金流入量同比增长 37.59%。同期，公司经营活动现金流出量同比增长 34.57%，主要系公司支付税费增长所致，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。2021 年公司经营性净现金流入量同比增长 39.21%。公司现金收入比略有提高，公司经营获现能力强。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入量同比有所下降，主要为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出量同比下降 26.74%，主要系高速公路改扩建支出以及对外股权投资下降所致。2021 年，公司投资活动现金净流出规模继续收窄。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为银行借款形成的现金流入，2021 年，公司筹资活动现金流入量同比变化不大；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息、分配股利及支付剩余购买广惠高速 21.00%股权对价款等支出。2021 年，筹资活动现金流出量同比增长 17.65%。2021 年，公司筹资活动现金净流出规模进一步扩大。

表 14　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	40.51	55.74	11.57
经营活动现金流出小计	14.15	19.05	3.85
经营活动现金流量净额	**26.36**	**36.70**	**7.71**
投资活动现金流入小计	3.73	2.25	0.29
投资活动现金流出小计	8.85	6.48	1.53
投资活动现金流量净额	**-5.12**	**-4.24**	**-1.25**

[3] 期间费用率=费用总额/营业收入*100

筹资活动现金流入小计	22.59	22.65	0.47
筹资活动现金流出小计	45.91	54.02	1.92
筹资活动现金流量净额	**-23.32**	**-31.37**	**-1.44**
现金收入比（%）	102.01	103.02	103.20

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2022 年 1－3 月，公司经营性净现金流同比下降 9.15%、投资性净现金流和筹资性净现金流均为净流出。

6. 偿债指标

公司短期、长期偿债指标均表现强，融资渠道畅通。

表 15 公司偿债指标（单位：亿元、倍）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
短期偿债指标			
流动比率（%）	118.91	270.19	356.47
速动比率（%）	118.91	270.13	356.47
现金短期债务比	6.10	5.62	6.71
长期偿债指标			
EBITDA	31.57	47.21	--
EBITDA 利息倍数	11.66	16.29	
全部债务/EBITDA	2.18	1.38	--

注：上述指标部份为时点数

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期能力指标看，截至 2021 年末，公司流动比率与速动比率较上年末均增长明显，现金短期债务比有所下降。2022 年 3 月末，公司短期偿债指标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 6.71 倍。公司短期偿债指标仍表现强。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比增长 49.57%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 26.04%）、计入财务费用的利息支出（占 5.99%）和利润总额（占 66.98%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数提升较大，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债指标表现仍强。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 192.84 亿元，其中未使用额度 130.06 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 2022 年 4 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、债务主要来自于母公司，收入主要来自子公司，母公司对子公司控制力度较强，2021 年，母公司债务负担仍属较轻，短期偿债指标表现强。

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 2021 年末，母公司资产占合并口径的 83.10%；母公司所有者权益占合并口径的 78.17%；母公司营业收入占合并口径的 27.79%；母公司利润总额占合并口径的 53.39%；母公司全部债务占合并口径的 91.06%。

截至 2021 年末，母公司全部债务 59.45 亿元。其中，短期债务占 7.69%、长期债务占 92.31%。母公司全部债务资本化比率 40.18%，母公司债务负担仍属一般。

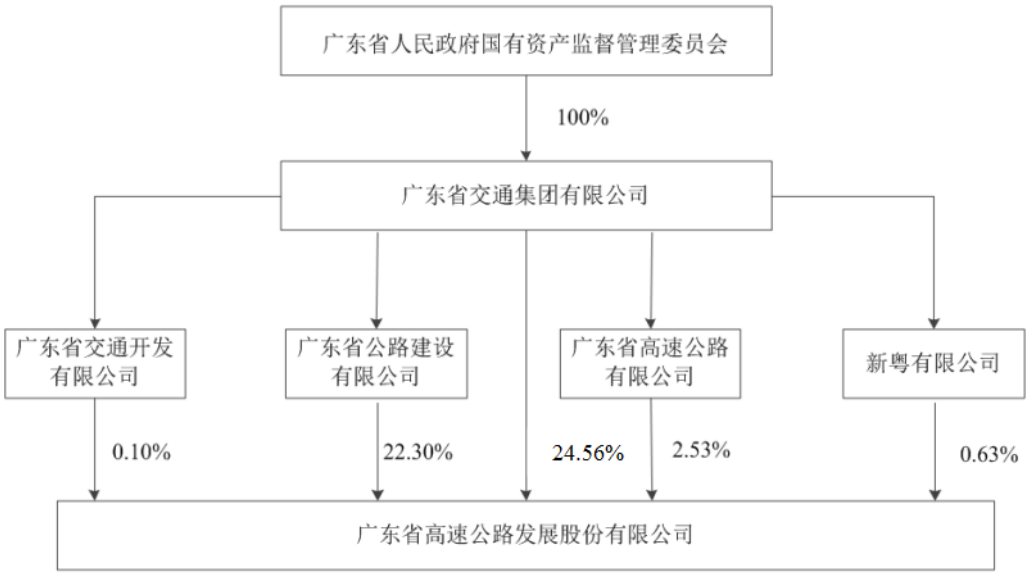
2021 年，母公司营业收入为 14.69 亿元，利润总额为 16.88 亿元。同期，母公司投资收益为 13.17 亿元，主要为参股单位分红形成的投资收益。

截至 2022 年 3 月末，母公司资产总额 158.73 亿元，所有者权益为 91.58 亿元，负债总额 67.15 亿元；母公司资产负债率 42.30%；全部债务 59.03 亿元，全部债务资本化比率 39.19%。2022 年 1－3 月，母公司营业收入 3.40 亿元，利润总额 3.43 亿元，投资收益 2.03 亿元。

十、结论

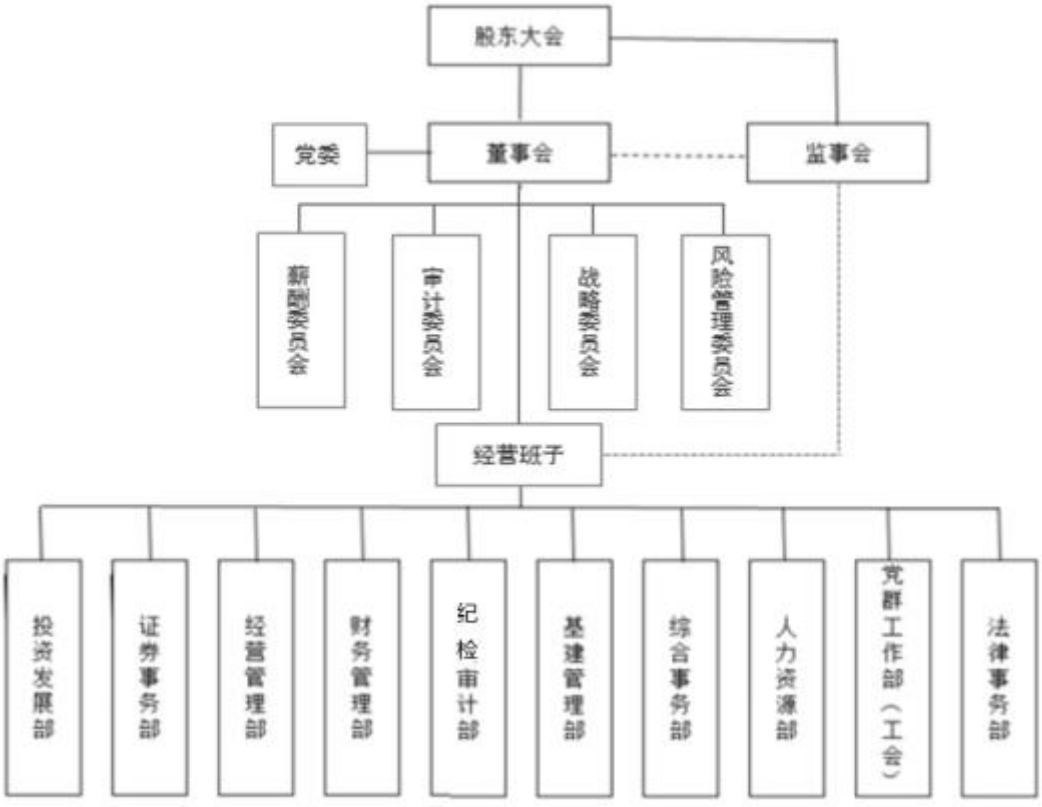
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2022 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	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
3	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
4	粤高资本控股(广州)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 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.54	28.47	29.56	34.59
资产总额（亿元）	206.67	197.49	188.76	192.28
所有者权益（亿元）	126.97	102.32	113.21	118.54
短期债务（亿元）	7.96	4.67	5.26	5.16
长期债务（亿元）	56.04	64.04	60.03	59.66
全部债务（亿元）	64.00	68.70	65.28	64.82
营业收入（亿元）	49.99	37.90	52.88	10.66
利润总额（亿元）	28.25	18.56	31.62	7.24
EBITDA（亿元）	42.93	31.57	47.21	--
经营性净现金流（亿元）	32.23	26.36	36.70	7.71
财务指标				
总资产周转次数（次）	0.27	0.19	0.27	--
现金收入比（%）	101.30	102.01	103.02	103.20
营业利润率（%）	60.99	55.53	63.02	67.22
总资本收益率（%）	12.61	9.52	15.18	--
净资产收益率（%）	16.94	13.33	21.44	--
长期债务资本化比率（%）	30.62	38.49	34.65	33.48
全部债务资本化比率（%）	33.51	40.17	36.58	35.35
资产负债率（%）	38.56	48.19	40.02	38.35
流动比率（%）	187.92	118.91	270.19	356.47
速动比率（%）	187.92	118.91	270.13	356.47
经营现金流动负债比（%）	174.53	101.56	315.45	--
现金短期债务比（倍）	3.84	6.10	5.62	6.71
EBITDA 利息倍数（倍）	14.65	11.66	16.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.49	2.18	1.38	--

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：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.91	17.82	18.61	21.16
资产总额（亿元）	174.37	164.47	156.85	158.73
所有者权益（亿元）	100.53	79.88	88.50	91.58
短期债务（亿元）	7.45	3.91	4.57	4.17
长期债务（亿元）	49.22	58.16	54.88	54.86
全部债务（亿元）	56.66	62.07	59.45	59.03
营业收入（亿元）	12.90	9.75	14.69	3.40
利润总额（亿元）	14.12	9.96	16.88	3.43
EBITDA（亿元）	16.37	12.46	19.63	--
经营性净现金流（亿元）	8.37	4.73	12.64	2.51
财务指标				
总资产周转次数（次）	0.08	0.06	0.09	--
现金收入比（%）	102.25	101.89	102.90	101.81
营业利润率（%）	38.66	31.95	50.53	62.63
总资本收益率（%）	10.02	8.33	12.57	--
净资产收益率（%）	13.43	11.67	17.90	--
长期债务资本化比率（%）	32.87	42.13	38.28	37.46
全部债务资本化比率（%）	36.05	43.73	40.18	39.19
资产负债率（%）	42.35	51.43	43.58	42.30
流动比率（%）	129.97	85.42	171.63	215.26
速动比率（%）	129.97	85.42	171.63	215.26
经营现金流动负债比（%）	36.50	19.04	99.77	--
现金短期债务比（倍）	3.75	4.56	4.07	5.07
EBITDA 利息倍数（倍）	6.28	4.86	7.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.46	4.98	3.03	--

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：联合资信根据公司财务数据整理

附件 4　主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
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%
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+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 5-1 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。

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 5-2 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 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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