信用等级公告

联合〔2020〕1583 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相关存续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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广东省高速公路发展股份有限公司2020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
主体	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

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

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：2020 年 6 月 16 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	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，广东省经济持续发展，公司控股运营的路产运营状况良好，参股路产为公司带来稳定的投资收益，公司的盈利能力强，整体债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司核心路产之一广佛高速收费期限即将到期、新冠肺炎疫情对公司 2020 年经营业绩产生较大负面影响等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及 2020 年 5 月 6 日全国收费公路恢复收费，公司路产的车流量及通行费收入有望逐步恢复，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 2019 年，广东省经济和财政实力持续增强，高速公路网不断完善，带动路网效益增强，公司发展的外部环境良好。
2. 跟踪期内，公司控股的高速公路路产运营状况良好，单公里通行费收入维持较高水平，参股路产为公司带来稳定的投资收益。
3. 公司整体债务负担较轻，融资渠道畅通。

关注

1. 广佛高速的收费权将于 2021 年 12 月 7 日到期，将对公司的整体运营产生不利影响。
2. 2020 年新冠肺炎疫情对公司运营的路产车流量及通行费收入产生较大不利影响。

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	23.63	21.25	28.18	32.07
资产总额（亿元）	165.23	162.96	176.75	177.65
所有者权益（亿元）	94.54	100.46	102.51	100.49
短期债务（亿元）	12.19	25.43	9.76	5.86
长期债务（亿元）	47.46	30.19	53.55	61.86
全部债务（亿元）	59.65	55.63	63.30	67.73
营业收入（亿元）	30.89	32.19	30.58	2.11
利润总额（亿元）	18.96	20.98	17.88	-0.91
EBITDA（亿元）	30.00	31.45	28.67	--
经营性净现金流（亿元）	21.95	19.16	19.89	1.42
现金收入比（%）	101.52	102.14	101.60	117.41
营业利润率（%）	59.11	59.76	55.11	-2.44
净资产收益率（%）	18.09	18.95	14.14	--
资产负债率（%）	42.78	38.35	42.00	43.43
全部债务资本化比率（%）	38.68	35.64	38.18	40.26
流动比率（%）	120.04	73.91	163.11	256.44
速动比率（%）	120.04	73.90	163.10	256.43
经营现金流动负债比（%）	106.43	63.38	108.81	--
现金短期债务比（倍）	1.94	0.84	2.89	5.47
EBITDA 利息倍数（倍）	10.62	11.41	10.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.99	1.77	2.21	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	195.23	161.70	174.37	175.82
所有者权益（亿元）	85.32	97.24	100.53	98.47
全部债务（亿元）	55.14	51.40	58.82	62.59
营业收入（亿元）	6.34	14.08	12.90	0.97
利润总额（亿元）	15.90	21.94	14.12	-1.00
资产负债率（%）	56.30	39.86	42.35	43.99
全部债务资本化比率（%）	39.26	34.58	36.92	38.86
流动比率（%）	35.49	62.04	129.97	173.46
经营现金流动负债比（%）	3.36	31.37	36.50	--

注：1.2020 年一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

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	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	2019/6/21	赵传第 陈铭哲	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
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；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。

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2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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、经营范围均未发生变化。截至 2020 年 3 月底，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，为公司实际控制人。

截至2019年底，公司合并资产总额176.75亿元，所有者权益合计102.51亿元（含少数股东权益4.27亿元）。2019年，公司实现营业收入30.58亿元，利润总额17.88亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额177.65亿元，所有者权益合计100.49亿元（含少数股东权益4.29亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入2.11亿元，利润总额-0.91亿元。

公司注册地址：广州市白云路 85 号；法定代表人：郑任发。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”，债券余额分别为 6.80 亿元和 7.50 亿元，详情见表 1。跟踪期内“19 粤高速 MTN001”已按期支付利息，“20 粤高速 MTN001”尚未到付息日。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	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：联合资信根据公开资料整理

“19 粤高速 MTN001”及“20 粤高速 MTN001”募集资金均用于偿还公司债务和补充营运资金，截至2020年3月底，“19粤高速MTN001”已按计划用途使用完毕，“20粤高速MTN001”尚余3.75亿元未使用。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年

持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降

0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的

金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

（1）行业概况

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。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。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 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、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。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2%和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0%和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降 59.4%和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，同比增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占比 93.08%。

（2）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。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，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）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。

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、推出公墓REITs等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。

（3）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。2019 年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

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

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增加 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的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（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

（4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

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。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（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。2019 年 9 月，国务院

印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，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

跟踪期内，广东省经济持续发展，区域经济发达，财政实力强。公路运输是广东省主要的客货运输方式，受铁路等分流影响，公路客运量同比有所下降；一季度，货运量受疫情影响，同比降幅较大。广东省高速公路通车里程连续多年居全国首位，未来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。

公司主要经营路产位于广东省内，经营状况与广东省经济发展关联度高。根据《2019 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019 年广东省实现地区生产总值（GDP）10.77 万亿元，比上年增长 6.2%；分产业结构看，第三产业增加值占比高且增速最快，三次产业结构比重为 4.0:40.5:55.5，第三产业比重同比提高 0.7 个百分点，产业结构进一步优化。全省居民人均地区生产总值 9.42 万元，增长 4.5%。2019 年，广东省全年固定资产投资同比增长 11.1%；其中，第一产业投资比上年下降 18.0%，第二产业投资增长 6.3%，第三产业投资增长 13.0%。2019 年，广东省实现地方一般公共预算收入 1.27 万亿元，可比增长 4.5%；其中，税收收入 1.01 万亿元，增长 3.3%。全年一般公共预算支出 1.73 万亿元，同比增长 10.0%，民生类支出占比 69.7%。

交通方面，2019 年广东省全年旅客运输总量 155770 万人，比上年增长 0.7%，旅客运输周转量 4764.82 亿人公里，增长 5.8%；货物运输总量 446050 万吨，增长 5.0%，货物运输周转量 29232.14 亿吨公里，增长 2.1%。从运量看，铁路、公路、水路、民航、管道等运输方式中，公路运输仍是主要客货运输方式。2019 年广东省公路旅客运输量和运输周转量分别同比下降 4.0%、2.5%，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 4.8%、5.7%。2019 年末全省民用汽车保有量 2326.95 万辆，比上年末增长 9.9%，其中，私人汽车 2037.66 万辆，增长 9.5%。

2019 年，广东省新建公路 2591 公里，其中高速公路 493 公里。2019 年末，广东省公路通车里程 22.0 万公里，其中，高速公路里程 9495 公里，比上年末增长 5.5%，高速公路通车总里程连续多年居全国首位。2019 年，广东省交通基础设施建设共完成投资 1750 亿元，创历史新高。

2020 年 1 季度，受新冠肺炎疫情影响，广东省实现地区生产总值为 2.25 万亿元，同比下降 6.7%；固定资产投资同比下降 15.3%。货运方面，交通管制和企业停工使货运量同比下降超过 20%，随着 3 月份疫情缓解，各地有序复工复产，3 月份货运量和货物周转量降幅比 2 月分别收窄 20.3 个和 12.5 个百分点。

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，广东省计划完成交通投资 1300 亿元，其中：高速公路完成投资 900 亿元，普通国省道 190 亿元，新增高速公路通车里程 1000 多公里。

六、基础素质分析

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，公司控股路产运营良好，参股路产投资收益稳定，公司的整体竞争实力很强。

跟踪期内，公司控股、参股路产未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司投资的高速公路项目（含参股）共计 10 个，总通车里程 819.24 公里，其中已通车控股高速公路 3 条，合计里程 153.71 公里；总通车里程按权益比例计算折合约 264.41 公里。2019 年控股路产车流量 2.26 亿辆，实现通行费收入 29.35 亿元；参股路产实现投资收益 4.47 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（统一社会信用代码为：91440000190352102M），截至2020年5月8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：G1044010401141710Q），截至2020年5月18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，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

高速公路建设与运营是公司核心业务，受路网分流、限货和ETC优惠等因素影响，2019年公司通行费收入及毛利率有所下降。受新冠疫情影响2020年一季度通行费收入同比大幅下降，并出现亏损。

2019 年，公司实现营业收入 30.58 亿元，同比下降 4.99%，其中主营业务收入 30.12 亿元，其他收入 0.46 亿元。主营业务收入中，通行费收入 29.35 亿元，同比下降 5.81%，主要由于周边道路分流、2019 年 8 月起与京珠高速广珠段连接的虎门大桥限货政策及 2019 年 7 月起实行粤通卡新优惠政策综合导致；其他业务收入 0.77 亿元，主要包括计重检测、广告及复合卡业务等，同比增长 32.76%。

受新冠疫情和 ETC 优惠政策影响，2020 年 1－3 月，公司通行费收入大幅下降，实现营业收入 2.11 亿元，相当于上年收入的 6.91%，同比下降 71.32%。

表 3　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	31.16	98.18	61.42	29.35	97.45	57.12	1.96	93.01	-5.40
其他业务	0.58	1.82	16.18	0.77	2.55	11.11	0.15	6.99	46.56
合计	**31.74**	**100.00**	**60.59**	**30.12**	**100.00**	**55.64**	**2.11**	**100.00**	**-1.77**

注：1. 尾差系四舍五入所致；　2. 2020 年 1 季度数据为营业收入数据
资料来源：联合资信根据审计报告整理及公司提供

2. 业务经营分析

2019年公司运营管理的高速公路车流量保持增长，通行费收入受路网分流、限货和粤通卡优惠政策等影响略有下降，参股路产投资收益略有增加。受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度公司通行费收入大幅下降。

控股路产运营情况

跟踪期，公司无新增控股路产。截至 2020 年 3 月底，公司控股高速公路有广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段，均为经营

性高速公路，合计通车里程 153.71 公里。2019 年，公司控股高速公路合计实现车流量 2.26 亿辆，同比增长 1.60%；共产生通行费收入 29.35 亿元，同比下降 5.84%，主要系京珠高速广珠段车流量及通行费下降所致。

表 4　2020 年 3 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；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

表 5　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月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		
	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
广佛高速	6571.56	7596.92	--	4.75	4.71	0.37
佛开高速	7538.89	7668.46	--	13.28	12.77	0.94
京珠高速广珠段	8129.98	7330.12	--	13.14	11.87	0.65
合计	**22240.43**	**22595.50**	--	**31.17**	**29.35**	**1.96**

资料来源：公司提供

2019 年，广佛高速车流量及通行费收入分别为 7596.92 万辆和 4.71 亿元，同比分别增长 15.60%及减少 0.68%，主要系通行费收入贡献较少的小车车流持续增长，而货车受广州方向限行及周边道路分流等因素影响，通行费收入贡献有所减少。

2019 年，佛开高速车流量略微增加，全年车流量为 7668.46 万辆，同比增长 1.72%，实现通行费收入 12.77 亿元，同比减少 3.84%。通行费收入同比下降主要系佛山一环及云湛高速二期全线开通后分流及粤通卡优惠政策增加所致。佛开高速南段改扩建工程于 2019 年 11 月完工并投入使用，对车流量增加起到一定促进作用。

2019 年，京珠高速广珠段全年车流量为 7330.12 万辆，同比下降 9.84%，实现通行费收入 11.87 亿元，同比下降 9.65%，主要系南沙大桥、番莞高速二期车辆分流；2019 年 8 月开始与京珠高速广珠段连接的虎门大桥 24 小时禁止货车及 40 座以上客车通行，对货车和大客车造成分流影响等因素综合导致。

2020 年 1－3 月，公司控股路产共产生通行费收入 1.96 亿元，较上年同期下降 72.87%，主要受以下因素影响：①受新冠肺炎疫情影响，2020 年春节假期免收小型客车通行费期间（1 月 24 日-1 月 30 日）延长至 2 月 8 日；②根据《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免费收费公路车辆通行费的通知》，自 2020 年 2 月 17 日起至 2020 年 5 月 6 日，全国收费公路免费通行；③ETC 执行新优惠政策，由 98 折调整为 95 折。2020 年 5 月 6 日，经国务院同意，全国收费公路收费重新恢复，预计公司下属高速公路车流量及通行费收入将逐步复苏。联合资信将持续关注疫情对公司 2020 年运营的影响。

受通行费收入下降影响，2019 年，公

司控股高速公路单公里通行费收入为 1909.44 万元，同比下降 5.81%；公司总资产周转率（通行费收入口径）为 17.28%，同比下降 1.71 个百分点。

收费标准方面，2019 年公司车辆收费标准未调整。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。

收费期限方面，除广佛高速剩余收费期限较短之外，公司剩余控股路产收费截止日均在 2026 年之后。

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。2019年公司路产折旧为8.28亿元，同比增长4.10%，主要系佛开高速南段扩建完成后折旧增加。2020年1－3月，公司路产共计提折旧1.91亿元。2020年1月2日，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，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。

2019年，公司养护支出为4.14亿元，同比增长87.33%，主要系实施ETC收费配套投入增加所致，未来五年养护支出预计约14.00亿元。

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

参股路产的运营情况

跟踪期内，公司参股路产未发生变化。截至 2020 年 3 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　2020 年 3 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　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月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		
	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
惠盐高速	4134.96	4234.94	--	24528.82	24667.08	1800.97
广肇高速	3258.06	3506.46	--	55079.41	55550.74	4275.99
广惠高速	6258.26	7033.28	--	183152.15	191770.96	13947.74
中江高速及江鹤二期公路	5751.28	6134.67	--	47945.55	45633.10	2609.50
康大高速	302.44	324.21	--	23986.88	25677.24	1908.16
赣康高速	399.92	517.41	--	16615.27	18438.04	1522.07
广乐高速	2684.97	3039.42	--	310013.64	318505.70	23529.13
合计	**22789.89**	**24790.39**	--	**661321.72**	**680242.86**	**49593.56**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司参股高速公路中除中江高速及江鹤二期公路外车流量及通行费收入均保持增长，其中赣康高速因华东城蔬果市场引流、国道路况差及国道治超等利好因素的综合影响车流量和通行费收入增幅分别为 29.38%、10.97%，增速最高；中江高速及江鹤二期公路受运费贡献较多的货车流量下降影响，车流量虽同比上升 6.67%，但通行费收入同比下降 4.82%。2019 年，公司获得联营及合营企业投资收益 4.79 亿元，同比增长 1.29%，绝大部分为参股路产的投资收益，对公司利润形成有力补充。

2020 年 1－3 月，受疫情防控期间免收通行费影响，公司所参股公路通行费收入同比减少 70.07%，公司所获投资收益比上年同期减少 1.14 亿元，降幅 95.24%。

在建及拟建项目

截至 2020 年 3 月底，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 26.82 亿元。该项目已建成通车，剩余 7.44 亿元投资主要用于沿线服务区及立交桥建设，预计在 2021 年前投资完毕。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较小，公司投资压力不大。

表 9　2020 年 3 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		2020 年 4—12 月	2021 年
佛开高速公路南段	四车道扩八车道	4 年	34.26	22.27	11.99	26.82	4.00	3.44

改扩建工程	的改扩建工程，全长 33.264km							

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

3. 未来发展

未来，公司将围绕“以人为本，以路为业，多元发展”战略目标，加快实施“高速公路+投资”双轮驱动，聚焦高速公路主业和相关产业发展；积极跟踪优质高速公路项目投资机会，推动高速公路主业资本运作常态化。与此同时，公司将聚焦智慧交通产业，加快推动沿线土地资源开发，实现健康可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 5 家。跟踪期内，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司合并资产总额176.75亿元，所有者权益102.51亿元（含少数股东权益4.27亿元）。2019年，公司实现营业收入30.58亿元，利润总额17.88亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额177.65亿元，所有者权益100.49亿元（含少数股东权益4.29亿元）。2020年1－3月，公司实现营业收入2.11亿元，利润总额-0.91亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，以非流动资产为主，资产受限规模小，整体资产质量较好。

2019 年底，公司合并资产总额 176.75 亿元，较上年底增长 8.46%，主要系货币资金及固定资产增加所致。其中，流动资产占 16.87%，非流动资产占 83.13%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**22.34**	**13.71**	**29.81**	**16.87**	**33.22**	**18.70**
货币资金	21.25	13.04	28.18	15.94	32.07	18.05
非流动资产	**140.62**	**86.29**	**146.94**	**83.13**	**144.43**	**81.30**
可供出售金融资产/其他权益工具	16.69	10.24	18.36	10.39	16.48	9.27
固定资产	76.00	46.64	89.26	50.50	87.67	49.35
长期股权投资	31.46	19.30	32.56	18.42	32.45	18.27
资产合计	**162.96**	**100.00**	**176.75**	**100.00**	**177.65**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

2019年底，公司货币资金28.18亿元，较上年底增长32.64%，主要系公司经营获得现金留存。受限货币资金122.12万元，受限比例很小，主要为三堡至水口段改扩建项目存入资金托管账户的土地复垦资金。

2019 年底，公司非流动资产 146.94 亿元，较上年底增长 4.49%，公司非流动资产仍主要由固定资产、长期股权投资及其他权益工具构成。

2019 年底，公司固定资产 89.26 亿元，较

上年底增长 17.44%，主要系佛开高速南段扩建工程从在建工程转入所致。公司固定资产主要为公司持有的路产，累计计提折旧 96.08 亿元；固定资产成新率 48.17%。

2019 年底，公司长期股权投资 32.56 亿元，较上年底增长 3.50%，系权益法下投资收益增加长期股权投资所致，公司长期股权投资主要是对联营、合营高速公路公司及国元证券股份有限公司的股权投资。

2019 年底，公司其他权益工具投资 18.36 亿元，主要系可供出售金融资产调整至该科目核算所致，主要为公司持有的光大银行 2.35 亿股票（10.37 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3月底，公司合并资产总额177.65亿元，较上年底增长0.51%。其中，流动资产占18.70%，非流动资产占81.30%。公司资产以非流动资产为主，资产规模及结构较上年底变化不大。

2020年3月底，公司受限资产为受限货币资金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19.2%设置质押担保，对应贷款余额4.47亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益相对稳定；债务规模略有上升，债务期限结构有所优化，整体债务负担较轻。

所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益为102.51亿元，较上年底增长2.03%，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占20.40%、25.00%和37.83%。公司所有者权益规模及结构较2018年底变动不大，稳定性较好。

2020年3月底，公司所有者权益合计100.49亿元，较2018年底下降1.96%，主要系受疫情及免收高速公路通行费影响，公司一季度亏损所致。

负债

2019 年底，公司负债总额 74.24 亿元，较 2018 年底增长 18.79%，主要系公司新增佛开南段改扩建工程项目贷款所致；负债结构以非流动负债为主，非流动负债占比为 75.38%，占比较上年底有所增加。

2019 年底，公司流动负债 18.28 亿元，较 2018 年底下降 39.54%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；主要由其他应付款（占 34.26%)和一年内到期的非流动负债(占 43.55%)构成。2019 年底，公司其他应付款 6.26 亿元，较 2018 年底增长 227.41%，主要系拆借款及暂估工程款增长所致，其中拆借款 1.80 亿元已计入有息债务核算。同期，公司一年内到期的非流动负债 7.96 亿元，较 2018 年底下降 68.15%，主要系偿还到期贷款所致。

2019 年底，公司非流动负债 55.96 亿元，较 2018 年底增长 73.44%，主要系长期借款及应付债券增长所致，主要由长期借款（占 82.92%)和应付债券（占 12.12%)构成。

2019 年底，公司长期借款 46.40 亿元，较 2018 年底增长 55.56%，主要系公司一年内到长期借款到期后置换为长期借款所致，长期借款类型仍以保证借款为主；同期，公司应付债券增至 6.78 亿元，主要系公司发行“19 粤高速 MTN001”所致。

2020 年 3 月底，公司负债总额 77.15 亿元，较上年底增长 3.92%，其中，流动负债占比为 16.79%，非流动负债占比为 83.21%。非流动负债占比进一步提升，主要系公司发行“20 粤高速 MTN001”所致。

从有息债务看，2019 年底公司全部债务为 63.30 亿元，较 2018 年底增长 13.79%。从债务结构上来看，2019 年底，公司短期债务和长期债务分别为 9.76 亿元和 53.55 亿元，分别占 15.42%和 84.59%。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均有所上升，2019 年底，上述指标分别为 42.00%、38.18%和 34.31%。

表 11　公司债务构成及债务负担情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	25.43	9.76	5.86
长期债务	30.19	53.55	61.86
全部债务	55.63	63.30	67.73
长期债务资本化比率	23.11	34.31	38.10
全部债务资本化比率	35.64	38.18	40.26
资产负债率	38.35	42.00	43.43

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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

2020年3月底，公司全部债务67.73亿元，较2018年底增长7.00%。从债务指标看，资产负债率较上年底上升1.43个百分点至43.43%，全部债务资本化比率较上年底上升2.08个百分点至40.26%，长期债务资本化比率较上年底上升3.79个百分点至38.10%。

从有息债务期限分布来看，公司2020年4－12月、2021年和2022年需偿还有息债务规模分别为2.96亿元、4.16亿元和5.00亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，路网分流、限货等因素导致公司营业收入略有下降，公司盈利指标有所下降；2020年以来，新型肺炎疫情对公司经营影响较大，公司一季度出现亏损。随着疫情得到控制，道路收费恢复，公司的利润水平有望回升。

受周边路网分流及部分路段限货等原因影响，2019 年公司营业收入 30.58 亿元，同比下降 5.00%，公司营业利润率下降 4.65 个百分点至 55.11%。

2019 年，公司期间费用为 4.06 亿元，期间费用率为 13.27%，公司期间费用以财务费用及管理费用为主，较 2018 年变动不大。

2019 年公司获得投资收益 5.08 亿元，同比略有增加，其中权益法核算的长期股权投资收益合计 4.70 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、国元证券股份有限公司等企业，对联营及合营高速公路获得投资收益 4.47 亿元；其他权益工具投资在持有期间产生的投资收益 0.39 亿元。

非经常性损益方面，2019 年公司实现资产处置收益 0.19 亿元，系子公司将尚未研发完成的“蓝色通道”相关权利作为资产组转让给关联方所致。

2019 年，公司实现利润总额 17.88 亿元，同比减少 14.78%，主要系收入减少、折旧等成本增加所致。

表 12　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	32.19	30.58
投资收益	5.08	5.08
资产处置损益	0.66	0.19
利润总额	20.98	17.88
营业利润率	59.76	55.11
总资本收益率	13.71	10.17
净资产收益率	18.95	14.14

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率、净资产收益率同比均有所下降，分别为 10.17%和 14.14%。总体看，公司整体盈利能力仍较强。

受新型肺炎疫情防控期间免收通行费影响，2020年1－3月，公司实现营业收入2.11亿元，相当于2019年公司营业收入的6.90%；实现利润总额-0.91亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营获现能力很强，投资支出以高速公路项目建设为主，经营性净现金流能满足投资活动需要；公司筹资活动净现金流受对外借款、偿还债务及分红等影响有所波动。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入为 31.70 亿元，主要是通行费收入，受通行费减少影响，同比下降 6.35%；公司经营活动现金流出为 11.81 亿元，同比下降 19.57%，主要系公司支付税费减少所致，主要为高速公

路养护成本支出、职工薪酬、所缴纳的税费。2019 年公司经营性净现金流为 19.89 亿元，同比增长 3.79%。

从收现质量看，2019 年，公司现金收入比为 101.60%，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	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	33.84	31.70
经营活动现金流出量	14.68	11.81
经营活动现金流量净额	19.16	19.89
现金收入比	102.14	101.60
投资活动现金流量净额	-2.03	-3.83
筹资活动现金流量净额	-19.51	-9.11

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，2019年公司投资活动现金流入为4.40亿元，主要是取得投资收益收到的现金；同期，公司投资活动现金流出为8.23亿元，主要为高速公路改扩建支出。2019年公司投资活动现金流量净额为-3.83亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入为37.57亿元，为发行中票及贷款所得，同比增长69.01%，主要系公司融资增加所致；同期，公司筹资活动现金流出46.67亿元，主要为偿还债务、分配股利、偿付利息等支出。2019年公司采取高现金分红政策[1]，进一步扩大了公司筹资活动现金流出。2019年，公司筹资活动净现金流为-9.11亿元。

2020 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 1.42 亿元、-1.28 亿元和 3.75 亿元。受新型肺炎疫情防控期间免收通行费影响，公司经营现金流入量同比大幅下降 66.44%。

6. 偿债能力

公司整体债务负担较轻，现金流良好，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，受流动负债规模下降影响，2019 年底公司流动比率及速动比率分别为 163.11%和 163.10%，均较上年底大幅上升。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较上年底上升至 256.44%和 256.43%。2019 年公司经营现金流动负债比为 108.81%，经营活动净现金流对流动负债保障能力较强，2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 2.89 倍。总体看，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 28.67 亿元，较 2018 年下降 8.84%；全部债务/EBITDA 为 2.21 倍，EBITDA 利息倍数为 10.53 倍，较 2018 年指标略有弱化。总体看，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 17.25 亿元，担保比率 17.52%，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2020年3月底，公司共获得银行授信183.01亿元，其中已使用额度61.76亿元，未使用额度121.25亿元，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

跟踪期内，母公司资产规模略有增加，构成仍以长期股权投资及固定资产为主，流动性较弱；债务负担有所增加，盈利能力有所下降。

2019 年底，母公司资产总额为 174.37 亿元，较 2018 年底上升 7.83%，主要系货币资金增加所致，主要由货币资金（27.91 亿元）、长期股权投资（47.89 亿元）和固定资产（68.19 亿元）构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 100.53 亿元，主要由股本(占比 20.80%)、资本公积(占比 29.59%)和未分配利润(占比 36.91%)构成，较 2018 年底上升 3.38%。

2019 年底，母公司负债总额为 73.84 亿元，主要由一年内到期的非流动负债、其他非流动负债和长期借款等构成，较 2018 年底上升

[1] 2018－2019 年，公司现金分红金额（含税）分别为 11.75 亿元和 8.82 亿元（预案）。

14.55%，主要系长期借款及应付债券增加所致。2019 年底，母公司资产负债率为 42.35%，较上年底上升 2.49 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 12.90 亿元，营业成本为 7.84 亿元；净利润为 13.50 亿元，较上年同期减少 9.56 亿元，主要系母公司 2018 年吸收合并原广东省佛开高速公路有限公司获得投资收益 6.90 亿元，基数较高。

十、存续期内债券偿债能力

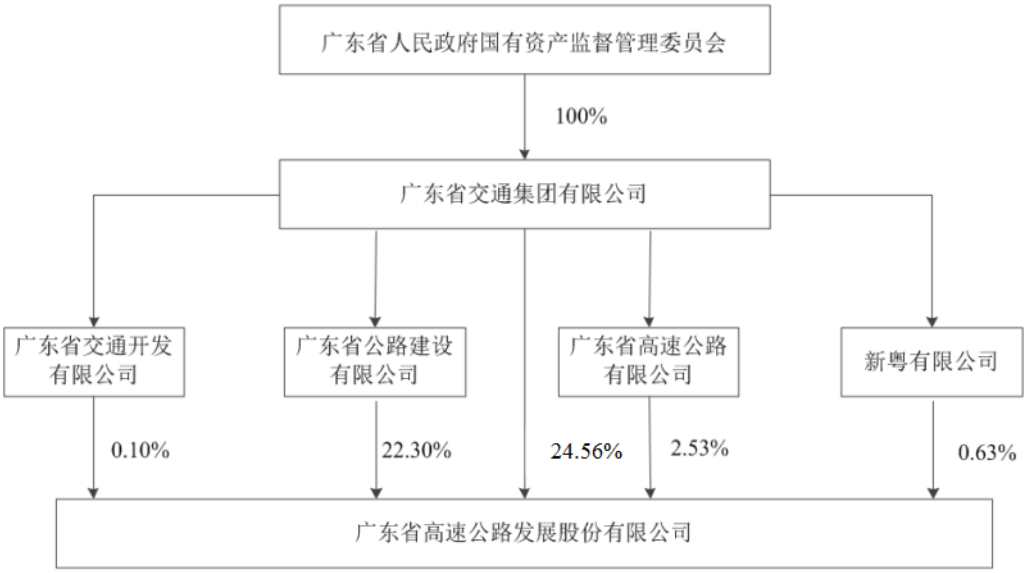
截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”余额合计 14.30 亿元。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对存续债券余额合计的覆盖倍数分别为 2.22 倍、1.39 倍和 2.00 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券余额的保障能力较强。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流入量及净流量较 2019 年同期大幅下降。2020 年 5 月 6 日全国收费公路恢复收费，公司运营的高速公路车流量及通行费收入将逐步复苏。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，有利于保障其对“19 粤高速 MTN001”和“20 粤高速 MTN001”的本息偿付。

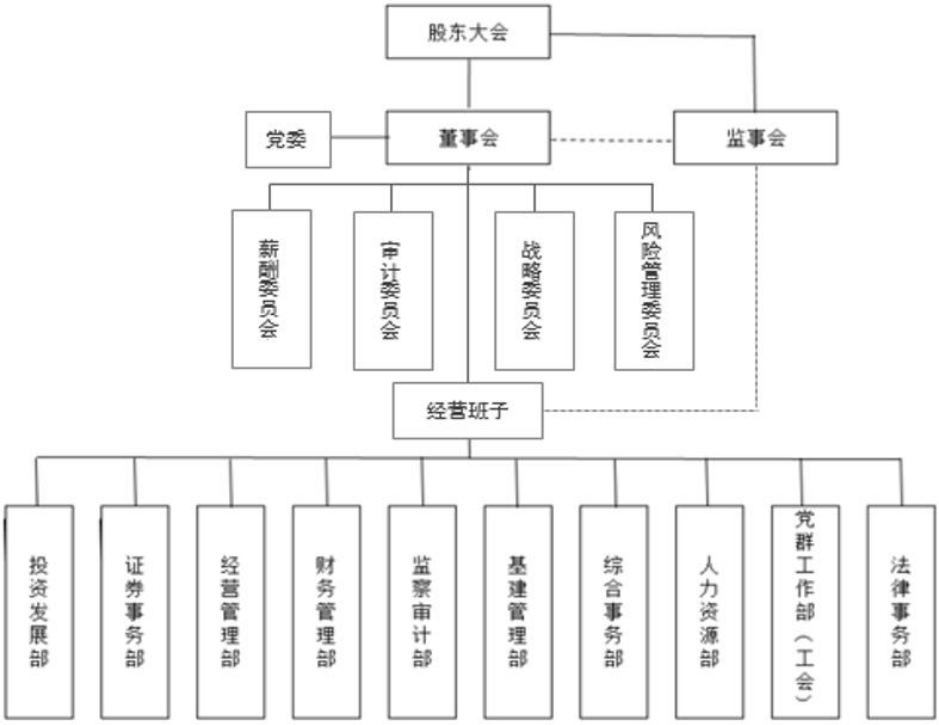
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底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
			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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.63	21.25	28.18	32.07
资产总额（亿元）	165.23	162.96	176.75	177.65
所有者权益（亿元）	94.54	100.46	102.51	100.49
短期债务（亿元）	12.19	25.43	9.76	5.86
长期债务（亿元）	47.46	30.19	53.55	61.86
全部债务（亿元）	59.65	55.63	63.30	67.73
营业收入（亿元）	30.89	32.19	30.58	2.11
利润总额（亿元）	18.96	20.98	17.88	-0.91
EBITDA（亿元）	30.00	31.45	28.67	--
经营性净现金流（亿元）	21.95	19.16	19.89	1.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	46.34	35.04	28.26	--
存货周转次数（次）	7700.93	31575.61	14077.89	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.20	0.18	--
现金收入比（%）	101.52	102.14	101.60	117.41
营业利润率（%）	59.11	59.76	55.11	-2.44
总资本收益率（%）	12.89	13.71	10.17	--
净资产收益率（%）	18.09	18.95	14.14	--
长期债务资本化比率（%）	33.42	23.11	34.31	38.10
全部债务资本化比率（%）	38.68	35.64	38.18	40.26
资产负债率（%）	42.78	38.35	42.00	43.43
流动比率（%）	120.04	73.91	163.11	256.44
速动比率（%）	120.04	73.90	163.10	256.43
经营现金流动负债比（%）	106.43	63.38	108.81	--
现金短期债务比（倍）	1.94	0.84	2.89	5.47
全部债务/EBITDA（倍）	1.99	1.77	2.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.62	11.41	10.53	--

注：1.2020 年一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（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.30	20.97	27.91	31.64
资产总额（亿元）	195.23	161.70	174.37	175.82
所有者权益（亿元）	85.32	97.24	100.53	98.47
短期债务（亿元）	9.69	23.72	9.25	5.54
长期债务（亿元）	45.45	27.68	49.58	57.05
全部债务（亿元）	55.14	51.40	58.82	62.59
营业收入（亿元）	6.34	14.08	12.90	0.97
利润总额（亿元）	15.90	21.94	14.12	-1.00
EBITDA（亿元）	20.18	29.55	16.44	--
经营性净现金流（亿元）	2.13	11.26	8.37	1.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	66.72	75.25	64.08	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.0404	0.0789	0.0768	--
现金收入比（%）	88.06	97.80	102.25	117.22
营业利润率（%）	46.64	48.63	38.66	-43.89
总资本收益率（%）	14.03	16.98	9.93	--
净资产收益率（%）	20.85	23.71	13.43	--
长期债务资本化比率（%）	34.76	22.16	33.03	36.69
全部债务资本化比率（%）	39.26	34.58	36.92	38.86
资产负债率（%）	56.30	39.86	42.35	43.99
流动比率（%）	35.49	62.04	129.97	173.46
速动比率（%）	35.49	62.04	129.97	173.46
经营现金流动负债比（%）	3.36	31.37	36.50	--
现金短期债务比（倍）	2.20	0.88	3.02	5.71
全部债务/EBITDA（倍）	2.73	1.74	3.58	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.23	11.55	6.33	--

注：1.2020年一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　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