

信用等级公告

联合〔2019〕1407号

联合资信评估有限公司通过对广东省交通集团有限公司及“05 粤交通/05 粤交通债”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省交通集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“05 粤交通/05 粤交通债”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
二〇一九年六月十四日



广东省交通集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	债券余额	到期日	担保方 主体信 用等级	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果
05 粤交通/05 粤交通债	15 亿元	2020-06-29	AAA _{pi}	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	258.81	196.19	280.77
资产总额(亿元)	3598.02	3725.57	3969.12
所有者权益(亿元)	1009.18	1085.41	1164.31
短期债务(亿元)	76.51	129.02	108.47
长期债务(亿元)	2169.26	2176.87	2422.36
全部债务(亿元)	2245.77	2305.90	2530.83
营业总收入(亿元)	434.81	454.25	470.37
利润总额(亿元)	72.57	82.09	92.77
EBITDA(亿元)	218.61	263.70	296.59
经营性净现金流(亿元)	166.34	205.17	244.32
营业利润率(%)	35.03	36.46	36.98
净资产收益率(%)	5.01	5.45	5.83
资产负债率(%)	71.95	70.87	70.67
全部债务资本化比率(%)	67.42	67.99	68.49
流动比率(%)	100.43	77.40	108.21
全部债务/EBITDA(倍)	10.27	8.74	8.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	2.59	2.66
经营现金流动负债比(%)	43.11	48.10	69.10

注: 1、已将吸收存款及同业存放调入短期债务, 将长期应付款、其他非流动负债中有息债务调入长期债务核算; 2、已将一年内到期的非流动负债中非有息债务调出短期债务核算

评级观点

跟踪期内, 广东省交通集团有限公司(以下简称“公司”)继续保持其在广东省高速公路建设运营领域的主导地位, 持续获得政府在资本金注入、股权划转等方面的支持, 公司资产和所有者权益规模持续扩大; 在车辆通行费收入增长带动下, 公司营业收入持续增长, 盈利能力不断增强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务负担较重, 期间费用对利润总额侵蚀依然较大, 存在资本支出压力等因素对其经营和发展带来的不利影响。

广东省经济发展水平高, 高速公路网不断完善, 带动路网效益增强, 为公司发展提供良好的外部环境; 未来, 随着公司在建项目的完工, 公司收入及利润水平有望保持稳定增长。

“05 粤交通/05 粤交通债”由中国农业银行股份有限公司(以下简称“中国农业银行”)授权其广东省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定, 中国农业银行主体长期信用等级为 AAA_{pi}, 其担保有助于进一步增强上述债券的偿付安全性。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “05 粤交通/05 粤交通债”信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司继续保持在广东省高速公路投资建设及运营行业的区域主导地位, 运营里程持续增加。
2. 跟踪期内, 公司持续获得政府在资本金注入、股权划转、股权回购款拨付等方面支持, 资产和所有者权益规模持续增长。
3. 受通行费收入增长带动, 公司营业收入和利润总额快速增长, 投资收益对利润形成有效补充, 盈利能力不断增强。

分析师：赵传第 孙宏辰

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

4. 公司EBITDA、经营活动现金流对“05粤交通/05粤交通债”的保障能力很强；中国农业银行的担保有助于进一步增强“05粤交通/05粤交通债”偿付的安全性。

关注

1. 公司在建高速公路投资规模大，未来面临较大资本支出压力。
2. 跟踪期内，公司债务规模有所增加，财务费用对利润总额侵蚀仍然较大，债务负担较重。
3. 公司受限资产占比高，以高速公路收费权质押为主。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东省交通集团有限公司(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。

广东省交通集团有限公司跟踪评级报告

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关于广东省交通集团有限公司及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，广东省交通集团有限公司（以下简称“公司”或“交通集团”）注册资本、股权结构、经营范围未发生变化。公司主要从事公路建设和经营、公路运输、服务区经营、材料销售等业务，2018 年底注册资本及实收资本均为 268 亿元，广东省人民政府为公司控股股东和实际控制人。

截至2018年底，公司资产总额3969.12亿元，所有者权益1164.31亿元（其中少数股东权益271.81亿元）；2018年，公司实现营业收入468.12亿元，利润总额92.77亿元。

公司注册地址：广东省广州市越秀区白云路83、85号自编605房；法定代表人：邓小华。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评“05 粤交通/05 粤交通债”债券余额 15 亿元，期限为 15 年，跟踪期内公司已按时付息。募集资金中 10 亿元和 3 亿元分别用于阿深高速公路粤赣段项目和渝湛高速公路高遂段项目建设，2 亿元用于广梧高速公路马河段项目建设。募集资金已按规定用途全部使用完毕，募投项目均已建成通车。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	发行金额	债券余额	到期日	票面利率
05 粤交通/05 粤交通债	15 亿元	15 亿元	2020-06-29	5.30%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策

工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优

化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理

充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政

策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路投资建设

2018 年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018 年交通运输行业发展统计公报》，2018 年底，全国公路总里程达 484.65 万公里，比上年末增加 7.31 万公里，公路密度 50.48 公里/百平方公里，同比提高 0.76 公里/百平方公里。2018 年底中国高速公路通车里程达 14.26 万公里，比上年末增加 0.61 万公里；其中，国家高速公路 10.55 万公里，同比增加 0.33 万公里。2018 年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.94%，同比提升 0.08 个百分点；在全国收费公路里程中占比超过 80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利

用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%—66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年

下滑趋势，且降幅有所扩大；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收

费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域环境

根据《2018年广东国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018年广东省实现地区生产总值（GDP）97277.77亿元，比上年增长6.8%；分产业结构看，第三产业增加值增速最

快，且对地区生产总值增长的贡献率最高（58.9%），三次产业结构比重为4.0:41.8:54.2，第三产业比重同比提高0.6个百分点，产业结构进一步优化。全省居民人均可支配收入35809.9元，比上年增长8.5%，扣除物价因素，实际增长6.2%。2018年，广东省全年固定资产投资同比增长10.7%；其中，项目投资增长5.6%，房地产开发投资增长19.3%。广东省固定资产投资以第三产业为主且其增速最快。全年基础设施投资同比增长8.2%，占固定资产投资的比重为24.8%。2018年，广东省实现地方一般公共预算收入12102.90亿元，同比增长7.9%；其中，税收收入9737.33亿元，增长9.8%。全年一般公共预算支出15737.37亿元，同比增长4.6%，民生类支出占比68.7%。

交通方面，2018年全年广东省旅客运输总量154681万人，增长3.9%。旅客运输周转量4501.84亿人公里，增长7.5%；货物运输总量424817万吨，增长6.0%。货物运输周转量28642.51亿吨公里，增长1.5%。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，2018年广东省公路旅客运输量和运输周转量分别同比下降0.6%、0.8%，主要系高铁、民航等对客运分流影响；货物运输量和运输周转量保持增长，同比增速分别为5.5%、6.9%。2018年底全省民用汽车保有量2116.94万辆，比上年末增长11.7%，其中私人汽车1861.69万辆，增长10.8%。

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

根据《广东省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。2019 年，广东省将继续加大基础设施“补短板”力度，稳步推进 62 项（段）3193 公里续建高速公路建设项目，建成通车虎门二桥、汕湛高速清远至云浮段、河惠莞高速龙川至紫金段等 10 项 483 公里，新开工宁莞高速潮州东联络线等 3 项 60 公里，高速公路计划完成投资约 880 亿元。2019 年，广东省高速公路计划建成通车 483 公里，至 2019 年底，全省高速公路建成通车里程预计达 9484 公里。

整体看，2018 年，广东省经济持续发展，产业结构进一步优化，公路运输仍为最主要客货运输方式。广东省高速公路通车里程连续多年居全国首位，“十三五”期间仍将保持较大的投资规模，公司作为广东省高速公路的主要建设运营单位，未来发展空间广阔。

六、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司保持在广东省内高速公路建设运营领域的龙头地位，资产规模在省属国企中位居前列。公司高速公路主业主要由合并范围内子公司广东省高速公路有限公司、广东省公路建设有限公司、广东省路桥建设发展有限公司、广东省高速公路发展股份有限公司（A 股、H 股上市）、广东广惠高速公路有限公司等负责。除控股路产外，公司还通过参股、代管等形式参与高速公路建设运营。2018 年底，公司经营管理（参控股）的 75 条高速公路总里程达 6718 公里，占广东省高速公路总里程的 74.62%。

2018 年底，公司合并范围内子公司共 214

家，除高速公路主业外，还涉及道路运输及物流、服务区经营等关联行业，有利于增强板块间的协同合作、分散经营风险并对公司收入形成重要补充。子公司广东粤运交通股份有限公司（以下简称“粤运交通”）是 H 股上市公司¹，主要从事道路运输、服务区经营等，道路运输业务市场占有率在广东省排名第一，在中国道路运输协会发布的“中国道路运输百强诚信企业（2018）”名单中排名第二。子公司广东联合电子服务股份有限公司（以下简称“联合电服”）负责广东省公路联网收费和电子不停车收费业务，以及公路专用缴费卡—粤通卡的发行和服务工作。

2. 外部支持

跟踪期内，公司持续获得地方政府在财政补贴、高速公路建设资本金、股权划转等方面的大力支持。

2018 年，公司获得政府补助合计 3.19 亿元，主要包括公交线路营运补助、燃油补助、新能源车运营补助等，其中 2.99 亿元计入“其他收益”，0.19 亿元计入“营业外收入”。

2018 年，公司获得省级项目资本金补助 10.57 亿元；子公司广东省高速公路有限公司、广东省路桥建设发展有限公司等收到地方财政拨入的项目资本金 23.23 亿元，公司将上述拨款计入“资本公积”。

2014 年，为解决广东省交通基础设施建设的资本金需求，广东省人民政府通过广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）募集债权投资计划资金 150 亿元（2014 年募集 107 亿元，2016 年募集 43 亿元），粤财控股将该资金以股权投资的方式投资于公司下属 4 家二级子公司，用于部分高速公路项目建设，并约定由公司回购粤财控股所投股权；公司将在收到省

¹ 2018 年 7 月，粤运交通召开股东特别大会及类别股东大会，审议通过了《关于本公司在境内首次公开发行人民币普通股 A 股股票并在深圳证券交易所中小板上市方案的议案》等，拟首次公开发行 A 股股票，发行的 A 股总数将不超过 88871977 股。A 股发行项下的 A 股总数将不超过 A 股发行上市后其总股本的 10%。截至本报告出具日，上述股票发行事项尚未得到中国证监会核准。

财政拨付资金后分期付款给粤财控股，并为上述债权投资计划提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018年公司收到省财政拨付的预付股权回购款（反映在“其他非流动资产”）10.57亿元。

2018年，根据《广东省国资委关于无偿划转联合电服公司51%股权的批复》（粤国资函〔2018〕486号），公司无偿受让广东省国资委持有的联合电服51%股权，公司根据划转日联合电服净资产账面价值确认增加资本公积2.10亿元。联合电服划入公司后，联网收费拆分结算和ETC运营工作由广东省交通运输厅负责行政管理和监管，公司负责具体运营。截至2018年底，粤通卡用户规模、服务网点数量、通行费结算额均居全国同行业前列。

根据《省属高速公路板块企业重组改革方案》（粤国资资本〔2017〕27号），为改善公司融资和盈利能力，将广东虎门大桥有限公司（以下简称“虎门大桥”）30%收益权划归公司。截至2018年底，公司子公司广东省公路建设有限公司（以下简称“建设公司”）、新粤虎门有限公司（以下简称“新粤虎门”）分别持有虎门大桥35%、15%股权，根据2017年12月29日修订前的《广东省虎门大桥有限公司章程》约定，虎门大桥的营业收入，扣除一切成本、费用、开支、税项及提留“两金”（盈余公积金、公益金）后的利润（含人民币及外币），建设公司、新粤虎门分别按照13%、23%比例分配，为支持广东省的公路交通建设，合作各方按比例分配利润后尚余30%利润交给广东省交通主管部门，作为广东省公路建设基金。2017年12月29日修订后，合作各方按比例分配利润后尚余30%利润交给公司，统筹用于交通集团管理的高速公路项目，重组完成后，交通集团合计持有虎门大桥股权50%，享有利润分配比例为66%，虎门大桥自2018年起纳入公司合并范围。

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（银行版）》（机构信用代码：

G1044010400901500C），截止2019年6月5日，公司本部近三年无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，根据中共广东省委组织部粤组干〔2018〕454号文，公司原董事、总工程师黄建跃同志退休；根据中共广东省委组织部粤组干〔2018〕862号，任命陈木钦同志为公司党委委员，童德功同志为公司党委委员、副总经理。

童德功先生，1964年2月出生，中共党员，硕士研究生，曾任广东省高速公路有限公司总经理助理、副总经理，公司基建管理部副部长、部长、党支部书记，新粤有限公司党委书记、董事长，广东省公路建设有限公司党委书记、董事长等职务，2018年7月起任公司党委委员、副总经理。

陈木钦先生，1965年4月出生，中共党员，硕士研究生，曾任省委组织部组织处主任科员、副处长，省国资委党群工作处（机关党办）副处长，联合电服董事、总经理等职务，2018年7月起任公司党委委员，兼任联合电服党委书记、董事长。

除上述变更外，跟踪期内公司法人治理结构、管理制度方面无其他重大变化，公司部分管理人员调整对公司经营的影响有限。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事公路建设和运营、公路运输、商品流通和物流、服务区运营等业务。2018年，在车辆通行费收入增长带动下，公司实现营业收入468.12亿元，同比增长3.66%。车辆通行费收入仍是公司最主要且最稳定的收入来源，跟踪期内，公司车辆通行费收入同比增长16.96%至322亿元，主要系经济发展、路网效益增强等带动车流量自然增长和部分路段结束试运营后通行费收入全额计入营业收入所致；工程施工

收入同比下降54.19%，主要系跟踪期内广东省长大公路工程有限公司（以下简称“长大公司”）不再纳入合并范围、收入确认年初至划转日金额所致。跟踪期内，公司材料销售、客货运输、服务区运营板块较为稳定，收入同比分别上升28.51%、2.03%和24.08%，服务区经营收入上升主要系加油站、服务区数量增加所致。

2018年，公司综合毛利率为37.63%，同比

小幅增长0.47个百分点；受降本增效影响，公司车辆通行费业务毛利率同比略有上升至49.37%，仍维持在较高水平；材料销售毛利率同比下降主要系国家对钢材、水泥等行业实施供给侧改革，采购价格上升，购销价差缩小影响；客货运输业务毛利率同比下降主要系油价及人工等经营成本上升所致；工程施工板块毛利率变动主要系项目结算利润差异所致。

表2 2017—2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费业务	275.30	60.96	48.58	322.00	68.78	49.37
材料销售业务	26.68	5.91	10.33	34.29	7.32	8.83
客货运输业务	39.95	8.85	24.39	40.76	8.71	18.28
工程施工业务	85.30	18.89	15.35	39.08	8.35	5.61
服务区经营业务	13.02	2.88	16.70	16.16	3.45	8.57
其他	11.34	2.51	55.68	15.84	3.38	19.79
合计	451.59	100.00	37.16	468.12	100.00	37.63

资料来源：根据公司审计报告整理

注：1. 公司2018年审计报告将收入分类进行调整，上表中2017年数据为2018年审计报告披露上年数；2. 其他业务收入包括软件和信息服

务收入、监理咨询工程技术收入、固定资产租赁收入等

2. 业务经营分析

高速公路

公司是广东省内高速公路建设运营的龙头企业，承担了广东省内绝大部分高速公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务。除高速公路外，公司还有少量的一级公路，但占比较小。2018年底，公司经营管理的75条高速公路总里程达6718公里（其中经营性高速公路5345公里，政府还贷高速公路1373公里），占广东省高速公路总里程的74.62%（同比上升0.65个百分点）。公司负责营运管理的75条高速公路中有51条纳入公司合并财务报表（里程合计4839公里），其他为联营、合营及代管高速公路项目。2018年，公司合并范围内新增高速公路通车里程16公里，为湛徐高速公路徐闻港支线，2018年10月完成交工验收。

表3 公司经营管理高速公路情况（单位：条、公里）

项目	2017 年		2018 年	
	数量	里程	数量	里程
一、经营性高速公路	65	5329	66	5345
1、纳入合并范围	50	4823	51	4839
2、合营及联营	15	506	15	506
二、政府还贷高速公路	11	839	9	1373
1、纳入合并范围	0	0	0	0
2、代管	11	839	9	1373
合计	76	6168	75	6718

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

注：1. 合计数不等于分项之和系四舍五入所致；2. 2018 年公司代管高速公路里程增加但数量减少的原因系统计口径差异

公司代管²广东省南粤交通投资建设有限

²南粤交通出资人为广东省人民政府，根据广东省省属高速公路板块企业重组改革方案，自2017年起，由原来授权广东省交通运输厅履行出资人职责，调整为授权公司履行出资人职责；重组后维持政府还贷高速公路项目性质不变，仍按照“收支两条线”保持既定的投资和债务偿还方式。南粤交通未纳入公司合并范围

公司（以下简称“南粤交通”）是广东省政府还贷高速公路的主要投资建设及运营主体，采用收支两条线的业务结算模式。截至2018年底南粤交通共负责17条政府还贷高速公路项目的建设运营，里程合计约1951.6公里，投资规模约2750.8亿元；其中通车运营路段9条，里程合计1373公里。2018年，南粤交通新增政府还贷高速公路5条，里程合计534.78公里。

跟踪期内，公司下属高速公路整体运行平稳。除受平行路段分流影响的茂湛高速、梅河高速、河龙高速、广深高速外，跟踪期内，公司其他各路段车流量同比均有不同程度增长。汕汾高速、阳茂高速、渝湛高速、京珠北高速等车流量上升但通行费收入同比下降主要是受平行路段通车分流、车辆由原来主要走上上述路段改为只是走一段所致。平兴高速等车流量上升而通行费下降主要系交通部门治理超载及货车八五折政策导致收费金额较高的货车收入下降所致。跟踪期内，广深高速、广乐高速、广惠高速、广韶高速仍是公司通行费收入的主要来源，2018年在公司通行费收入中占比分别为10.37%、

9.94%、5.85%和5.77%。受益于连接路段开通带动路网效益增强，跟踪期内潮惠高速、肇花高速、广贺高速、揭博高速等车流量及通行费收入快速上升。平兴高速、宁华高速等项目试运营结束，2018年起计入营业收入也带动公司通行费收入的增加。受上述因素的综合影响，公司2018年车辆通行费收入为322.00亿元，同比增长16.96%。

跟踪期内，公司控股路段收费标准与收费期限无变化（新通车试运行的南沙大桥（即虎门二桥）按照独立大桥标准收费）。从2017年7月1日零时起，合法装载的货运车辆在广东省内43条高速公路使用非现金支付卡（国标粤通卡）支付通行费时享受八五折优惠。上述优惠政策对公司通行费收入影响可控。

2018年公司高速公路养护支出为28.7亿元，较上年增加6.2亿元。2019—2020年养护支出计划约为34亿元、35亿元。

高速公路建设方面，截至2018年底，公司（合并范围内）在建的高速公路及桥梁项目共19个，总投资合计2022.40亿元，已投资624.93亿元，未来尚需投资1397.47亿元，投资规模大。

表4 截至2018年底公司主要在建公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	里程	建设年限 (年)	概算总投资	资本金 比例	截至2018年底 已投资	未来投资计划		
						2019年	2020年	2021年
虎门二桥	12.90	2013-2019	111.84	25%	87.46	13.1	--	--
兴汕高速公路海丰至红海湾开发区 段（一期）	21.84	2015-2020	27.36	40%	16.24	7.0	4.1	--
阳江市海陵岛大桥	9.32	2015-2020	9.75	40%	6.32	2.5	0.9	--
梅州至平远高速公路	33.12	2015-2019	34.48	40%	26.28	6.5	--	--
高明至恩平高速公路	42.84	2015-2019	46.96	35%	29.86	5.2	--	--
惠州至清远高速公路	126.20	2015-2020	207.92	40%	110.28	38.0	59.7	--
潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）	81.30	2015-2020	152.21	40%	73.71	35.0	43.5	--
大埔至潮州高速公路（含大埔至漳州 支线）	120.52	2015-2020	142.79	40%	67.10	34.2	41.5	--
梅大高速公路梅州东环支线	14.23	2016-2020	19.97	40%	9.10	5.7	5.2	--
兴宁至汕尾高速公路五华至陆河段	45.91	2016-2020	51.47	40%	20.30	13.4	17.8	--
河惠莞高速公路河源至惠州段	75.80	2016-2020	92.87	35%	26.30	23.0	43.6	--

深中通道项目	24.00	2016-2024	446.91	46.5%	53.50	52.0	75.0	75.0
沈阳至海口国家高速公路三堡至水口段改扩建工程	33.40	2017-2020	34.26	35%	17.12	7.0	10.1	--
云浮至茂名高速公路	129.70	2016-2020	155.67	40%	52.49	40.0	63.2	--
沈海国家高速公路水口至白沙段改扩建工程	125.20	2018-2021	118.64	35%	17.85	23.0	35.0	40.0
沈阳至海口国家高速公路阳江至茂名段改扩建工程	79.76	2018-2021	80.38	35%	3.21	10.0	20.0	20.0
沈阳至海口国家高速公路汕尾陆丰至深圳龙岗段改扩建	146.58	2018-2023	181.53	35%	4.30	8.0	40.0	40.0
沈阳至海口国家高速公路茂名至湛江段改扩建工程	120.00	2018-2022	103.30	35%	2.50	3.0	30.0	30.0
二广连州连接线	5.93	2017-2020	4.10	35%	1.01	0.4	2.7	--
合计	1248.55	--	2022.40	--	624.93	326.9	492.3	205.0

资料来源：公司提供

注：1. 深中通道项目是继港珠澳大桥之后又一集“桥、岛、隧、水下互通”于一体的集群工程，采用东隧西桥方案，全长约24公里，跨海长度22.36公里，马鞍岛陆域段长度1.64公里，采用设计速度100公里/小时的双向八车道高速公路技术标准，故单位建设成本明显高于其他路段；2. 随着项目建设推进，项目计划工期、概算数可能会有所调整；3. 资本金来源含财政补贴及企业自筹；4. 合计数不等于分项之和系四舍五入所致

拟建项目方面，公司（合并口径）有深岑高速中山新隆至江门段、惠河高速公路改扩建工程（埔前至平南）等3个改扩建项目，概算总投资195.18亿元。

客货运输

跟踪期内公司客货运输业务经营主体无重大变化，主要包括粤运交通、广州粤运投资管理有限公司、威盛运输企业有限公司、岐关车路有限公司、粤港汽车运输联营有限公司。运输类型仍以长途客运为主，运输范围涵盖广东省内、跨省、粤港和粤澳跨境。截至2018年底，公司拥有五级以上客运站场114个，客运班线2169条，线路牌4503块，客货运输车辆11282台。跟踪期内，公司客货运输业务保持平稳，客运量小幅增长，货运量有所下降。2018年，公司下属运输企业客运量和客运周转量同比小幅增长0.47%、0.08%；货运量同比下降11.54%，货运周转量同比增长9.60%。2018年，公司客货运输业务实现收入40.76亿元，同比增长2.03%；毛利率同比下降6.11个百分点至18.28%，主要系油价及人工成本上升所致。

材料销售

公司材料销售业务的经营主体仍是粤运交通及其附属公司³、广州新粤沥青有限公司，商品销售仍以高速公路建筑材料销售（沥青、钢筋、水泥等）为主。2018年，公司材料销售业务实现收入34.29亿元，同比增长28.51%；受购销价差缩小影响，材料销售业务毛利率同比下降1.50个百分点至8.83%。

工程施工

公司工程施工业务原由长大公司负责。根据广东省国资委《关于广东省长大公路工程有限公司增资扩股事项的复函》（粤国资函〔2018〕615号），同意公司通过产权交易市场引入战略投资者对长大公司进行增资扩股。2018年8月18日，公司与保利国际控股有限公司（以下简称“保利国际”）、保利南方集团有限公司（以下简称“保利南方”）签订“关于广东省长大公路工程有限公司之增资协议”，于基准日2017

³2018年3月，粤运交通与公司全资子公司—广州粤运投资管理有限公司（以下简称“粤运投资管理”）签订资产置换协议，粤运交通拟将其拥有的从事材料销售子公司广东南粤物流实业有限公司100%股权与粤运投资管理拥有的梅州市粤运汽车运输有限公司100%股权进行置换，未来将不再从事材料物流业务。

年5月31日，按照模拟剥离港珠澳CB04合同段项目后收益法评估的长大公司股权全部权益评估值18.75亿元作为认缴长大公司新增注册资本的计价基础，保利国际、保利南方合计出资19.89亿元，并于2018年8月24日完成支付。长大公司增资扩股后，公司持有长大公司股权由100%降至48.52%，长大公司及其合并范围内15家子公司自2018年9月1日起不再纳入公司合并范围。公司2018年实现的工程施工收入39.08亿元为年初至处置日长大公司合并抵消后的营业收入。长大公司增资扩股有利于增强其资本实力、优化治理结构、激发企业活力，并利用保利集团股东背景更好开拓海外施工业务。长大公司划出后，施工业务不再是公司主业之一。

九、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变更方面，2018年，公司新纳入合并范围的子公司12家，其中通过非同一控制下企业合并新增7家，主要包括广东虎门大桥有限公司（以下简称“虎门大桥”）、联合电服等，期末净资产合计19.89亿元；通过新设方式成立子公司5家。2018年，公司合并范围减少子公司47家，主要原因包括丧失控制权（16家）、吸收合并（6家）、注销（23家）和处置（2家）。丧失控制权：主要是长大公司增资扩股后，公司丧失对长大公司及其下属15家子公司的控制权。在处置日长大公司合并资产总额168.22亿元、所有者权益40.97亿元，2018年1—8月累计实现营业收入66.07亿元、利润总额1.39亿元。公司本年注销的子公司主要为客运类子公司。整体看，本年公司合并范围的变化对财务数据可比性产生一定影响。

会计政策变更方面，除执行财会〔2018〕15号文对财务报表格式进行修订外，2018年起，公司子公司粤运交通开始执行新金融工具准则、新收入准则，但对报表整体影响很小。

截至2018年底，公司资产总额3969.12亿元，所有者权益1164.31亿元（其中少数股东权益271.81亿元）；2018年，公司实现营业总收入470.37亿元，营业收入468.12亿元，利润总额92.77亿元。

1. 资产质量

2018年底，公司资产总额3969.12亿元，较上年底增长6.54%，主要来自固定资产、货币资金、其他非流动资产等的增加。公司资产结构仍以非流动资产为主，占比较上年底小幅下降至90.36%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	330.14	8.86	382.62	9.64
货币资金	195.60	5.25	280.12	7.06
非流动资产	3395.43	91.14	3586.50	90.36
长期股权投资	72.85	2.15	89.94	2.27
固定资产	2135.06	57.31	2437.97	61.42
在建工程	742.42	19.93	588.59	14.83
无形资产	313.57	8.42	316.19	7.97
其他非流动资产	42.93	1.26	71.18	1.79
资产合计	3725.57	100.00	3969.12	100.00

资料来源：公司审计报告

注：为保持可比性，上表中2017年固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资。

2018年底，公司流动资产382.62亿元，同比增长15.90%，主要来自货币资金的增加。流动资产主要由货币资金（占73.21%）、预付款项（占8.39%）、其他应收款（占6.92%）、存货（占6.50%）组成。受收入增加、对外融资影响，2018年底公司货币资金同比增长43.21%至280.12亿元，以银行存款为主（占92.52%），期末受限资金合计18.55亿元（占货币资金总额的6.62%），主要是存放中央银行法定准备金、通行费清付账户资金等，受限比重小。公司存货以已完工未结算的工程施工款、未开发土地储备等为主，2018年底同比快速下降

47.64%至 24.87 亿元，主要系长大公司不再纳入合并范围导致已完工未结算的工程施工款（期末账面价值 11.11 亿元）减少所致。

2018 年底，公司非流动资产 3586.50 亿元，同比增长 5.63%，主要来自固定资产、其他非流动资产和长期股权投资的增长。

2018 年底，公司可供出售金融资产 34.89 亿元，同比下降 7.48%，主要系持有的农业银行、光大银行等股票公允价值变动。期末按公允价值计量的可供出售金融资产账面价值 31.02 亿元，主要是公司持有的上市公司股票；按成本计量的可供出售金融资产账面价值 3.87 亿元，主要是瑞银证券有限责任公司等公司持有但不具有控制权的股权投资。

2018 年底，公司长期股权投资同比增长 23.47%至 89.94 亿元，主要系长大公司增资扩股后公司对其持股比例下降，由合并范围子公司调至长期股权投资核算。期末金额较大的长期股权投资主要包括广东广珠西线高速公路有限公司、长大公司、国元证券股份有限公司、肇庆粤肇公路有限公司等联营及合营企业。

2018 年底，公司在建工程同比减少 153.84 亿元至 588.59 亿元，主要系潮州至惠州高速公路、江门至罗定高速公路、罗阳高速公路项目试运营结束后转至固定资产所致。2018 年底公司在建工程账面价值中高速公路及附属设施工程占 94.94%，其余为运输工程、物流服务工程等。期末账面余额较大的在建工程包括汕湛高速惠州至清远段、虎门二桥、兴宁至汕尾高速兴宁至五华段（含畚江支线）、潮汕环线高速公路（含潮汕联络线）等项目（部分高速公路项目已通车并进入试运营期，公司将于试运营期结束后转至固定资产/无形资产）。

2018 年底，公司固定资产账面价值为 2437.97 亿元，同比增长 14.19%，主要为路产（占 92.55%），其余为房屋建筑物、机器设备、运输工具等。2018 年，公司由在建工程转入固定资产的账面原值 431.58 亿元，其中转入路产 395.51 亿元；2018 年底公司共计提固定资产折

旧 897.14 亿元、减值准备 0.20 亿元。

2018 年底，公司无形资产账面价值 316.19 亿元，同比增长 0.84%，主要来自 BOT 建设项目特许经营权的增长。公司无形资产以 BOT 建设项目特许经营权（占 95.65%，主要包括广佛肇高速公路、平兴高速公路）、土地使用权（占 2.94%）为主。

2018 年底，公司其他非流动资产同比增长 65.79%至 71.18 亿元，主要系待抵扣增值税进项税及预付股权收购款（预付给粤财控股的回购款，期末余额 41.02 亿元）增长所致。

2018 年底，公司受限资产账面价值合计 2861.85 亿元，以高速公路收费权质押（占 96.86%）、广深珠高速公路一切财产及收费权质押（占 2.28%）为主，受限资产占资产总额比重高（占 72.10%）。

跟踪期内，受高速公路项目持续投入影响，公司资产规模持续增长，构成仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主，受限资产占比高，对流动性产生一定影响。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 1164.31 亿元，同比增长 7.27%，主要来自资本公积、未分配利润和少数股东权益的增长；从构成看，实收资本占 23.02%，资本公积占 34.97%，少数股东权益占 23.34%，未分配利润占 15.40%。因公司未来将对部分少数股东权益进行回购（粤财控股投入的 150 亿元），公司所有者权益构成较为稳定。2018 年底，公司资本公积同比增加 36.64 亿元至 407.22 亿元，主要系收到省财政拨付资本金补助、地方财政拨入项目资本金、划入联合电服股权等所致。2018 年，公司少数股东权益同比增加 11.76 亿元至 271.81 亿元，主要系公司将虎门大桥纳入合并范围所致。

跟踪期内，受政府拨付高速公路建设资本金、利润累积及少数股东权益增加影响，公司所有者权益稳步增长；因公司未来将对部分少数股东权益进行回购，所有者权益稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债合计 2804.82 亿元，同比增长 6.24%，主要来自长期借款、应付债券和其他应付款的增长；负债结构仍以非流动负债为主，比重较上年底有所增加（为 87.39%）。

2018 年底，公司流动负债 353.59 亿元，同比下降 17.10%，主要系应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债减少所致。应付账款、预收款项下降系长大公司不再纳入公司合并范围所致。2018 年底，公司其他应付款同比增长 24.51%至 123.70 亿元，主要系合并联合电服导致待清算通行费增加所致。公司其他应付款主要由应付工程质量保证金和履约保证金、待清算通行费、其他暂收应付款、往来款等组成。

2018 年底，公司非流动负债 2451.22 亿元，同比增长 10.73%，主要来自长期借款、应付债券等有息债务的增加；公司非流动负债仍以长期借款（占 86.35%）和应付债券（占 11.93%）为主。2018 年底，公司长期借款为 2116.74 亿元，同比增长 11.04%，长期借款中 89.09%为质押借款，质押物主要为高速公路收费权。2018 年底应付债券同比增加 29.61 亿元至 292.36 亿元，主要系子公司新发行公司债券（“18 粤桥 01”“18 粤桥 02”“18 广东高速债 01”）。2018 年底，公司长期应付款 9.80 亿元，同比下降 20.43%，主要为融资性售后回租款。2018 年底，公司其他非流动负债中 5.12 亿元广东恒肇股权投资基金，系河惠莞高速紫金至惠阳段项目引入的投资者，本报告将其调入有息债务核算。

表 6 公司债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
短期债务	129.02	108.47
长期债务	2176.87	2422.36
全部债务	2305.90	2530.83
长期债务资本化比率	66.73	67.54
全部债务资本化比率	67.99	68.49
资产负债率	70.87	70.67

资料来源：联合资信根据审计报告整理

将长期应付款及其他非流动负债中有息部分、吸收存款及同业存放等调入债务后，2018 年底公司全部债务为 2530.83 亿元，同比上升 9.75%；债务期限结构仍以长期债务为主（占 95.71%），公司债务结构基本与其资产结构相匹配，符合交通行业特点。2020—2021 年，公司需偿还的债务规模为 133 亿元、120 亿元。

跟踪期内，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同比变化不大，2018 年底分别为 70.67%、68.49%和 67.54%。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主，总体债务负担较重。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 470.37 亿元，其中，营业收入 468.12 亿元，利息收入 2.24 亿元。受通行费收入增长带动，营业收入同比增长 3.66%；营业利润率小幅提升至 36.98%。

表 7 公司收入及盈利能力情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
营业收入	451.59	468.12
营业利润	80.97	91.61
投资收益	12.73	20.29
其他收益	1.98	2.99
利润总额	82.09	92.77
营业利润率	36.46	36.98
总资产收益率	3.68	3.80
净资产收益率	5.45	5.83

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年，公司期间费用（含研发费用）合计 109.64 亿元，同比增长 9.50%，主要系利息支出大幅增长带动财务费用增加；期间费用率上升至 23.42%。跟踪期内，财务费用对公司利润总额侵蚀依然较大。

2018 年，公司取得投资收益 20.29 亿元，同比增长 59.39%，主要系新增长大公司丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 8.85 亿元。除此之外，公司投资收益还包括：权益法核算的长期股权投资收益 10.21 亿元，

主要为广东广珠西线高速公路有限公司、肇庆粤肇公路有限公司等合营和联营企业权益法下确认的投资收益；持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 1.45 亿元，主要为公司持有上市公司股票期间所获取的分红。

2018 年，公司获得政府补助 3.19 亿元（分别计入“其他收益”及“营业外收入”），同比增加 0.96 亿元。2018 年，公司资产处置收益 4.60 亿元，主要为转让土地、建筑物、高速公路资产等补偿款。2018 年，公司利润总额为 92.77 亿元，同比增长 13.02%。

2018 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 3.80%和 5.83%，均较上年有所增长。

跟踪期内，受通行费收入增长带动，公司营业收入持续增长，投资收益对利润形成重要补充，公司整体盈利能力不断增强；财务费用对公司利润总额侵蚀仍然较大。

4. 现金流分析

2018 年公司经营活动现金流入量同比增长 12.59%至 537.65 亿元，主要系收入增加带动销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。现金收入比为 107.41%，同比上升 9.97 个百分点，公司收入实现质量较好。同期，公司经营活动现金流出为 293.33 亿元，同比增长 7.69%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加。跟踪期内，公司经营活动现金流净额为 244.32 亿元，同比增长 19.08%。

表 8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年
经营活动现金流入	477.54	537.65
经营活动现金流出	272.37	293.33
经营活动现金流量净额	205.17	244.32
投资活动现金流量净额	-227.95	-308.46
筹资活动现金流量净额	-38.51	142.65
现金收入比	97.44	107.41

资料来源：根据公司审计报告整理

公司投资活动现金流入规模较小，2018 年同比增长 7.60%至 53.04 亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金同比上升至 85.05 亿元

所致。公司将试运营高速公路通行费收入及成本支出计入收到和支付其他与投资活动有关的现金，待正式通车后计入经营活动现金流；跟踪期内，新通车试运行路段加上之前年度试运行路段车流量的培育带动通行费收入的增长，公司收到其他与投资活动有关的现金相应增长。2018 年，公司投资活动现金流出为 361.49 亿元，同比增长 30.39%；其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 314.52 亿元，同比增长 27.80%，主要系高速公路项目持续投入。2018 年，公司处置子公司及其他单位收到的现金净额-49.44 亿元，主要为丧失控制权日子公司持有的现金及现金等价物；取得子公司等支付的现金净额-24.89 亿元，主要为购买日子公司持有的现金及现金等价物。2018 年，公司投资活动现金净流量为-308.46 亿元，仍为净流出状态，且受高速项目持续投入影响，净流出规模有所加大。

公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金为主，2018 年筹资活动现金流入同比增长 61.39%至 443.54 亿元，其中取得借款收到的现金 385.65 亿元，借款仍是公司主要筹资渠道。公司吸收投资收到的现金主要是收到的省市政府拨付的项目资金。2018 年，公司筹资活动现金流出 300.89 亿元，同比下降 3.97%，以偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 142.65 亿元。

跟踪期内收入增长带动公司经营活动净现金流增加，但在建高速公路投资支出仍保持较大规模，公司筹资活动前现金流量净额仍为负，公司仍需通过对外筹资弥补建设资金需求。考虑到公司较大规模的在建及拟建项目，未来筹资压力仍然较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.21%和

101.18%，同比大幅增长系货币资金增加及应付账款、预收款项等下降影响。2018年，公司经营现金流动负债比为69.10%。跟踪期内，公司短期偿债指标有所增强，货币资金较为充裕，经营活动获现能力维持在较高水平，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为296.59亿元，同比增长12.47%；全部债务/EBITDA小幅下降，EBITDA利息倍数小幅上升，2018年分别为8.53倍、2.66倍，跟踪期内EBITDA对利息债务保障能力有所增强。公司长期偿债能力很强。

公司主要通过下属二级子公司进行间接融资，本部授信规模小；此外公司下属子公司广东省高速公路发展股份有限公司和粤运交通为上市公司，公司直接和间接融资渠道畅通。

截至2018年底，公司对外担保余额合计165.92亿元；其中公司发行的“05粤交通/05粤交通债”由中国农业银行广东省分行提供担保，公司的下属子公司广东省高速公路有限公司为中国农业银行广东省分行提供不可撤销的反担保，由于该债券已体现在公司负债中，该笔担保不构成公司的或有负债；此外，公司对“人保-广东高速公路项目债权投资计划”提供保证担保，担保余额150亿元，由于公司计划未来回购相关股权，同时，公司得到股权质押反担保，该笔担保也不构成公司的或有负债。剔除上述165.00亿元担保后，公司实际对外担保余额为0.92亿元，担保比率为0.08%（剔除165亿元后），担保对象为公司参股国企广西西江临港赤水港务有限公司。整体看，公司对外担保金额小，或有负债风险较小。

考虑到公司路网规模持续扩大及在广东省交通领域的优势地位，公司整体偿债能力极强。

6. 母公司财务分析

公司业务主要由下属子公司负责，母公司主要承担股权管理等职能。截至2018年底，母公司资产总额896.69亿元，主要为长期股权投资；所有者权益843.51亿元；2018年，母公司实现营业收入354.42万元，利润总额23.96亿元，利润主要来自于投资收益。

十、存续期内债券保障能力分析

2018年公司经营活动产生的现金流入为537.65亿元，为“05粤交通/05粤交通债”15亿元本金的35.84倍；经营活动产生的现金流量净额244.32亿元，为“05粤交通/05粤交通债”本金的16.29倍。2018年公司EBITDA为“05粤交通/05粤交通债”本金的19.77倍。总体看，公司EBITDA、经营活动现金流对“05粤交通/05粤交通债”的保障能力很强。

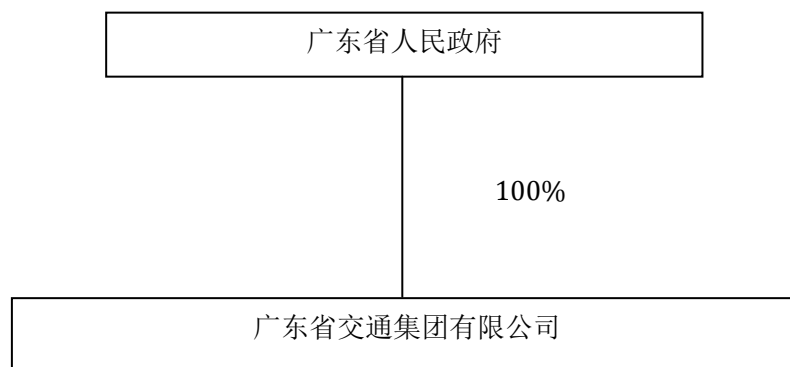
“05粤交通/05粤交通债”由中国农业银行授权其广东省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，评定中国农业银行主体长期信用等级为AAA_{pi}。

中国农业银行担保实力极强，有助于更好地保障“05粤交通/05粤交通债”本息偿付的安全性。

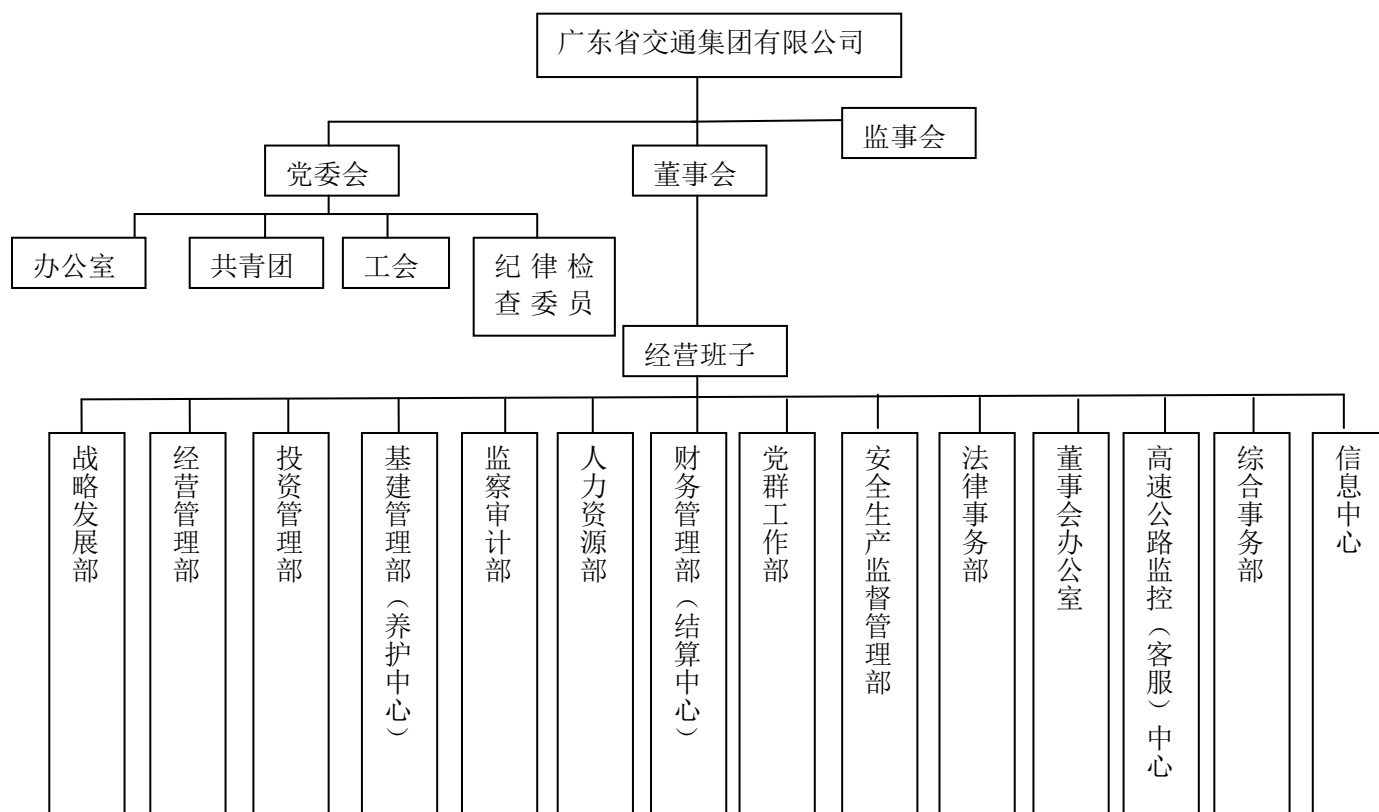
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“05粤交通/05粤交通债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司合并范围二级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例	享有表决权	取得方式
1	广东省高速公路有限公司*	公路管理与养护	1248895.10	86.48%	100.00%	其他
2	广东省公路建设有限公司*	公路管理与养护	882736.85	93.96%	100.00%	其他
3	广东省路桥建设发展有限公司*	公路管理与养护	909552.00	80.81%	100.00%	其他
4	新粤有限公司	投资	港币 2400.00	100.00%	100.00%	其他
5	广东省高速公路发展股份有限公司	公路管理与养护	209080.61	50.12%	50.12%	其他
6	广东交通实业投资有限公司*	公路管理与养护	189530.86	72.12%	100.00%	其他
7	威盛运输企业有限公司	公路客货运输	港币 30.00	100.00%	100.00%	其他
8	广东利通置业投资有限公司	房地产开发经营	15000.00	100.00%	100.00%	投资设立
9	广东华路交通科技有限公司	其他专业技术	1300.00	100.00%	100.00%	投资设立
10	广东广惠高速公路有限公司	公路管理与养护	235167.80	67.50%	67.50%	投资设立
11	岐关车路有限公司	公路旅客运输	500.00	100.00%	100.00%	其他
12	广东省交通集团财务有限公司	为成员单位提供金融服务	200000.00	100.00%	100.00%	其他
13	广东粤运交通股份有限公司	物流业	79984.78	74.12%	74.12%	其他
14	广州粤运投资管理有限公司	公路旅客运输	300.00	100.00%	100.00%	其他
15	广东利通科技投资有限公司	信息系统集成服务	5283.00	100.00%	100.00%	其他
16	广东虎门大桥有限公司	公路管理与养护	27390.00	50.00%	50.00%	其他
17	广东联合电子服务股份有限公司	其他道路运输辅助活动	28000.00	51.00%	51.00%	其他

注：标*号子公司持股比例与控制权比例不一致系上述四家子公司为粤财控股募集 150 亿资金后所投企业，根据粤财控股与公司签署的增资协议和委托管理协议，公司享有上述四家子公司的利润分配权（即公司享有上述子公司 100%表决权），粤财控股的股东权力委托公司行使。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	258.81	196.19	280.77
资产总额(亿元)	3598.02	3725.57	3969.12
所有者权益(亿元)	1009.18	1085.41	1164.31
短期债务(亿元)	76.51	129.02	108.47
长期债务(亿元)	2169.26	2176.87	2422.36
全部债务(亿元)	2245.77	2305.90	2530.83
营业总收入(亿元)	434.81	454.25	470.37
利润总额(亿元)	72.57	82.09	92.77
EBITDA(亿元)	218.61	263.70	296.59
经营性净现金流(亿元)	166.34	205.17	244.32
财务指标			
销售债权周转次数(次)	34.65	31.45	30.26
存货周转次数(次)	5.79	6.52	8.07
总资产周转次数(次)	0.13	0.12	0.12
现金收入比(%)	96.32	97.44	107.41
营业利润率(%)	35.03	36.46	36.98
总资本收益率(%)	3.23	3.68	3.80
净资产收益率(%)	5.01	5.45	5.83
长期债务资本化比率(%)	66.65	66.73	67.54
全部债务资本化比率(%)	67.42	67.99	68.49
资产负债率(%)	71.95	70.87	70.67
流动比率(%)	100.43	77.40	108.21
速动比率(%)	90.17	66.27	101.18
经营现金流流动负债比(%)	43.11	48.10	69.10
全部债务/EBITDA(倍)	10.27	8.74	8.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	2.59	2.66

注：1、已将吸收存款及同业存放调入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债中有息债务调入长期债务核算；2、已将一年内到期的非流动负债中非有息债务调出短期债务核算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+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 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。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 5-2 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 5-3 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

附件 6-1 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 6-2 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