

越秀交通基建有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）

跟踪评级报告（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn

电话：（010）66428877

传真：（010）66426100

2020 年 05 月 21 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0295号

越秀交通基建有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16越交03”和“16越交04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日

评级观点：中诚信国际维持越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16越交03”和“16越交04”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东背景强大、公司路产区位优势明显、路产规模增长和畅通的融资渠道等因素对公司信用水平的支撑。同时，中诚信国际也关注到新冠肺炎疫情防控后续补偿政策值得关注及新收购路产推升公司财务杠杆比率等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

越秀交通（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	239.18	227.40	367.98
总权益（亿元）	118.17	124.08	136.29
总负债（亿元）	121.01	103.32	231.69
总债务（亿元）	94.04	75.88	183.43
业务收入（亿元）	27.03	28.47	30.23
年度盈利（亿元）	12.67	14.12	15.95
EBITDA（亿元）	25.07	28.14	29.64
经营活动产生之现金净额（亿元）	19.43	20.97	21.42
收现比(X)	0.84	0.86	0.80
营业毛利率(%)	70.83	70.70	66.55
应收类款项/总资产(%)	1.12	1.07	1.05
资产负债率(%)	50.59	45.44	62.96
总资本化比率(%)	44.31	37.95	57.37
总债务/EBITDA(X)	3.75	2.70	6.19
EBITDA 利息倍数(X)	7.73	8.05	7.51

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

■ **股东背景强大。**公司间接控股股东广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）目前是广州市资产规模最大的国有企业集团之一，公司系越秀集团三大核心产业之一交通板块的重要载体，在集团中定位明确，展业过程中能够得到股东的大力支持。

■ **公司路产质量较好，区位优势明显。**公司路产分布于两广、两湖、河南、天津等区域，其中广州市是广东省以及华南地区区域性中心城市、交通通讯枢纽；湖南、湖北、河南等省

份区域经济持续增长，对高速路通行量的拉动效应明显；路产质量好，具有明显的区位优势。

■ **路产规模增长。**2019 年公司进行股权收购后新增大广南高速、汉蔡高速及汉鄂高速三条控股路产，控股路产里程大幅增长至 535.0 公里。

■ **畅通的融资渠道。**公司作为香港上市公司，具有境内、外双融资平台优势，融资渠道通畅。

关注

■ **新冠肺炎疫情防控后续补偿政策值得关注。**新冠肺炎疫情防控期间全国收费公路免收通行费，自 2020 年 5 月 6 日零时起恢复收费，短期内对收费公路企业业绩产生一定影响，中诚信国际对后续补偿政策保持关注。

■ **新收购路产推升公司财务杠杆比率。**2019 年公司收购汉蔡高速、汉鄂高速和大广南高速，路产收购后公司营业毛利率有所下降，资产负债率和总资本化比率大幅增长，新收购路产推升公司财务杠杆比率。

评级展望

中诚信国际认为，越秀交通基建有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司定位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

2019 年部分收费公路上市企业主要指标对比表

公司名称	路产规模（公里）	总资产（亿元）	资产负债率(%)	通行费收入（亿元）	营业毛利率(%)	净利润（亿元）
深圳高速公路股份有限公司	566.80	449.24	53.87	45.69	43.43	25.36
招商局公路网络科技控股股份有限公司	879.90	909.13	40.67	49.93	42.95	48.65
越秀交通基建有限公司	535.00	367.98	62.96	30.23	66.55	15.95
江苏宁沪高速公路股份有限公司	594.06	556.25	41.24	78.33	54.59	43.00

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16越交03	AAA	AAA	2.00	2016/10/26~2021/10/26
16越交04	AAA	AAA	8.00	2016/10/26~2023/10/26

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

越秀交通于 2016 年 10 月公开发行公司债券，发行规模总计 10 亿元，分为品种一“16 越交 03”和品种二“16 越交 04”，规模分别为 2 亿元和 8 亿元，票面利率分别为 2.90% 和 3.18%，期限分别为 5 年（3+2）和 7 年（5+2），均为单利按年计息，到期还本。公司每年按时付息。越秀交通基建有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）募集资金总额为 100,000.00 万元，扣除发行费用后的募集资金总额为 99,600.00 万元。其中 96,000.00 万元用于偿还金融机构借款，剩余 3,600.00 万元已用于补充公司流动资金。

“16 越交 03”已于 2019 年 9 月 23 日至 2019 年 9 月 25 日进行回售申报，实际回售金额为人民币 8,000 万元，2019 年 10 月 26 日为资金发放日。“16 越交 03”债券余额 12,000 万元，存续期后两年票面利率为 3.60%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近

乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或

降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为， 虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。2017 年，在宏观经济回暖的驱动下，全国收费公路通行费收入快速增长，全年增速达 12.8%，高于全国 GDP 增速。

表 1：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交

征求意见稿		通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，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、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标

准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、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”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，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。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达

到 90% 以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

中诚信国际认为，《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

采用“收购+运营”模式经营，2019 年收购湖北路产后控股路产里程大幅增长

公司主要从事高速公路及桥梁的投资和经营管理，2019 年公司业务收入 30.23 亿元，全部为收费公路营运收入。

经营模式方面，与高速公路行业普遍采用的“建设+运营”的经营模式不同，公司采用了周期更短的“收购+运营”的经营模式。

2019 年 9 月 12 日，公司全资附属公司广州越

达投资有限责任公司向越秀集团收购了如下资产：1、越秀（湖北）高速公路有限公司（以下简称“越秀湖北公司”）股权的 100%；2、湖北省汉蔡高速公路有限公司股权的 38.50%；3、越秀湖北公司在之前的信贷安排下自 2019 年 3 月 20 日起欠出让方的本金金额为人民币 46.55 亿元的全部股东贷款连同按年息 6.5% 计算的应计利息的所有权利、利益及所有权。最终总对价为 59.75 亿元，全部来自自有资金和银行贷款，其中，银行贷款 35.85 亿元已支付完毕。本次股权收购完成后，公司将间接持有越秀湖北公司 100% 的股权、武汉安帝科技产业发展有限公司 100% 的股权、阿深南公司 90% 的股权、汉蔡公司 67% 的股权及汉鄂公司 100% 的股权。阿深南公司、汉蔡公司及汉鄂公司分别经营大广南高速、汉蔡高速及汉鄂高速三个收费公路项目。截至 2019 年 12 月 3 日，资产交割已完成。

表 2：2019 年公司收购高速公路项目概况（公里、亿元）

项目名称	收费里程	持股比例	剩余经营年限	2019 年通行费收入
大广南高速	107.10	90%	23 年	3.43
汉蔡高速	35.98	67%	19 年	2.47
汉鄂高速	54.75	100%	23 年	1.76
合计	197.83	-	-	7.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资策略方面，公司坚持资产有进有出，持续优化资产组合结构，提升投资质量，主动调整不符合公司战略布局的资产，积极处置短期内难以实现盈利的项目。

表 3：公司历年主要资产收购、出售记录

收购项目	收购完成时间	收购情况
广州北二环高速	2007 年	增持 20%
广西苍郁高速	2009 年	收购 90%
天津津保高速	2009 年	收购 60%
湖北汉孝高速	2010 年	收购 90%
广西越新赤水码头	2011 年	收购 51%
广西苍郁高速	2011 年	收购剩余 10%
湖南长株高速	2011 年	收购 90%
河南尉许高速	2012 年	收购 100%
湖北汉孝高速	2014 年	收购剩余 10%
湖南长株高速	2015 年	收购剩余 10%
湖北随岳南高速	2015 年	收购 70%
广西越新赤水码头	2016 年	出售 51%
大广南高速	2019 年	收购 90%

汉蔡高速	2019年	收购 67%
汉鄂高速	2019年	收购 100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司拥有控股路产10条，分布于两广、两湖、河南、天津等区域，控股路产总收

费里程535.0公里，权益里程456.4公里；5条合营及联营道路收费里程为301.6公里，权益里程为77.3公里。

表 4：截至 2019 年末公司投资经营的公路和桥梁情况

	道路/桥梁名称	收费公里 (公里)	公路类别	所占权益 (%)	权益公里 (公里)	剩余经营年限 (年)
控股项目	广州北二环高速	42.5	高速公路	60.00	25.5	13
	广西苍郁高速	23.3	高速公路	100.00	23.3	11
	天津津雄高速	23.9	高速公路	60.00	14.3	11
	湖北汉孝高速	38.5	高速公路	100.00	38.5	17
	湖南长株高速	46.5	高速公路	100.00	46.5	21
	河南尉许高速	64.3	高速公路	100.00	64.3	16
	湖北随岳南高速	98.1	高速公路	70.00	68.7	21
	湖北汉蔡高速	36.0	高速公路	67.00	24.1	19
	湖北汉鄂高速	54.8	高速公路	100.00	54.8	23
	湖北大广南高速	107.1	高速公路	90.00	96.4	23
	小计	535.0	-	-	456.4	-
联营合营项目	广州西二环高速	42.1	高速公路	35.00	14.7	11
	虎门大桥	15.8	悬索桥梁	27.78	4.4	10
	广州北环高速	22.0	高速公路	24.30	5.3	4
	汕头海湾大桥	6.5	悬索桥梁	30.00	2.0	9
	清连高速	215.2	高速公路	23.63	50.9	15
		小计	301.6	-	-	77.3
	合计	836.6	-	-	533.7	-

注：1、虎门大桥利润分配比例为18.446%；2、津保高速更名为津雄高速。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产区位优势明显，通行费收入稳步增长

公司高速公路项目位于广东、广西、湖南、湖北、河南和天津等省市，其中广州市是广东省以及华南地区区域性中心城市、交通通讯枢纽；湖南、湖北、河南等省份区域经济持续增长，对高速路通行量的拉动效应明显。

(1) 广州北二环高速沿途与广州西二环高速、广清高速、广州机场高速、京港澳高速、华南快速干线、广河高速、广惠高速、广深高速和东二环高速，以及 105、106、324 国道和 114 省道等干线相接，为双向六车道。2018 年广州北三环高速公路通车后对北二环高速形成一定分流影响。

(2) 湖北随岳南高速是随岳高速公路的一部分，起于汉宜高速珠玑枢纽互通，途径仙桃市、监利县，止于荆岳长江公路大桥北岸，为双向四车道。

(3) 河南尉许高速是兰南高速的重要组成部分

分，是河南省内连接京港澳高速、大广高速、宁洛高速及连霍高速的重要连接线，为双向六车道。

(4) 湖南长株高速起于长沙市长沙县黄花村，止于株洲电机厂西北，与长沙绕城高速、长浏高速、长沙机场高速、沪昆高速相接，为双向四车道，主要受武深高速分流影响。

(5) 天津津雄高速位于天津西部与河北省交界处，与津保高速（河北段）、京沪高速及天津外环线等相接，为双向四车道。

(6) 湖北汉孝高速起于武汉市黄陂区，止于孝感市孝南区，与武汉市机场高速、京港澳高速、武汉绕城高速、岱黄高速和孝襄高速相接，为双向四车道。

(7) 广西苍郁高速位于广西壮族自治区梧州市苍梧县境内，连接广西苍梧县和广东郁南县，是国高网广昆高速的组成部分，为双向四车道，主要

受梧州环城高速、X184 县道的分流影响。

(8) 湖北汉蔡高速位于湖北省武汉市区，连接武汉市三环线和京港澳高速并延伸至沪渝高速，为双向六车道。

(9) 湖北汉鄂高速起于武汉左岭镇新桥村，终点接大广高速公路鄂东长江大桥南引线之花湖互通，是武汉城市圈规划的七条快速进出城干线之一，为双向四车道。

(10) 大广南高速位于湖北省南部，是链接湖

北和江西两省的一条重要通道，为双向四车道高速公路。

车流量方面，广西苍郁高速受梧州环城高速、X184县道的分流影响导致车流量下降，虎门大桥受南沙大桥建成通车分流影响以及执行货车及若干客车限行措施影响导致车流量下降，公司其他控股、参股路段的车流量保持稳定增长趋势，运营环境较好。

表 5：2017 年~2019 年公司控股、参股路产日均车流量情况（辆/日）

路段名称	2017	2018	2019
广州北二环高速	230,053	233,210	255,418
湖南长株高速	21,514	59,329	62,641
天津津雄高速	24,407	37,345	37,039
河南尉许高速	23,469	31,928	32,957
湖北汉孝高速	26,727	26,719	28,715
湖北随岳南高速	19,942	22,903	25,574
广西苍郁高速	12,232	10,857	8,604
湖北汉蔡高速	--	--	47,607
湖北汉鄂高速	--	--	34,968
湖北大广南高速	--	--	25,692
广州北环高速	335,287	348,447	361,676
虎门大桥	118,462	121,747	88,507
广州西二环高速	71,169	73,237	85,635
清连高速	41,190	43,477	48,520
汕头海湾大桥	26,374	26,175	27,520

注：自 2018 年 5 月起，湖南长株高速、天津津保高速收费车流量统计口径进行调整，调整后公司经营和投资的各项目收费车流量均按出入口及贯穿车流量（含 MTC（人工半自动收费）和 ETC（电子不停车收费））口径统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入方面，公司主要路段通行费收入保持稳定增长，但 2019 年河南尉许高速、天津津雄高速等路产受临近路产大修以及地方道路超载超限治理力度减弱导致货车通行量减少影响，通行费收入有所下降；广西苍郁高速受分流影响近年通行费收入持续小幅下降。

表 6：2017 年~2019 年公司控股路产通行费收入（亿元）

路段名称	2017	2018	2019
广州北二环高速	11.83	11.61	12.17
湖北随岳南高速	5.73	6.67	6.88
河南尉许高速	3.28	4.27	4.15
湖南长株高速	2.45	2.48	2.50
湖北汉孝高速	1.98	1.70	1.82
天津津雄高速	0.90	0.96	0.93
广西苍郁高速	0.86	0.78	0.63

湖北大广南高速	--	--	0.57
湖北汉蔡高速	--	--	0.32
湖北汉鄂高速	--	--	0.26
小计	27.03	28.47	30.23

注：湖北大广南高速、湖北汉鄂高速和湖北汉蔡高速自 2019 年 11 月 8 日起合并至公司。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准变化方面，2019 年国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费。中诚信国际将持续关注货车通行费计费方式变化后公司路产车流量及通行费收入的变化。

在养护方面，公司按照“预防为主、防治结

合”的方针，建立日常养护标准化流程，增加日常养护投入以拉长大修保养周期，提升道路整个运营期内的总体回报。同时公司不断完善养护供应商库的建设和管理，实行公开招标和固定供应商相结合的方式，降低总体养护成本。2017年~2019年，公司养护支出分别为0.97亿元、0.77亿元和1.04亿元。根据公司工程规划，2020年~2022年，公司计划对尉许高速及随岳南高速进行大修，大修计划支出总计7.86亿元。

部分路产位于湖北省，新冠肺炎疫情期间公路客运大幅下降及疫情防控期间免收通行费对公司收入和盈利能力短期内产生了一定不利影响，后续补偿政策及恢复收费后公司经营状况和盈利能力值得关注

公司控股路产中汉孝高速、汉蔡高速、随岳南高速、汉鄂高速及大广南高速均位于湖北省，且汉孝高速、汉鄂高速和汉蔡高速为连接武汉及周边城市的重要干线。

中诚信国际认为，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020年春运期间，全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；此外，公司部分控股路产位于湖北省，本次疫情对公司路产产生一定不利影响。根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，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），短期内对收费公路企业业绩产生一定影响。目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后公司经营状况和盈利能力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年及2019年审计报告，财务数据均为审计报告期末数。上述财务报告均按香港财务报告准则编制。

2019年路产收购后营业毛利率有所下降，但公司整体盈利能力很强

营业毛利率方面，公司收费道路成本主要系由道路资产前期购买成本的摊销及养护成本构成，其中公司路产系按照交通流量法摊销，近年来公司整体运营情况较好，毛利率处于较高水平，2017年~2019年，公司收费公路营运业务毛利率分别为70.83%、70.70%和66.55%，2019年公司收费公路营运业务毛利率有所下降主要系2019年收购的湖北三条路产所致。整体来看，公司毛利率处于较高水平。

近年公司期间费用率水平波动下降。公司自身盈利能力较好，且公司参股路产盈利能力较好，投资收益对公司利润总额形成有益补充。2019年，因公司收购湖北路产，资产规模大幅增长，但受合并时点影响，三条路产的通行费收入自2019年11月8日起合并至公司，导致当年公司总资产收益率水平有所下降。

表7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
一般及行政开支	1.96	2.25	2.72
净财务费用	4.14	3.48	3.70
期间费用合计	6.10	5.73	6.42
期间费用率(%)	22.57	20.14	21.24
投资收益	4.03	4.11	3.51
利润总额（除所得税前盈利）	16.38	18.92	19.00
EBITDA 利润率(%)	92.75	98.85	98.05
总资产收益率(%)	8.44	9.61	7.71

注：1、净财务费用为财务收入与财务费用的净额；2、投资收益包括应占一间合营企业业绩以及应占联营公司业绩。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产收购壮大资产规模的同时大幅推升财务杠杆比率；公司债务仍以长期债务为主，债务结构合理，财务风险可控

资产方面，公司主要资产由短期银行存款、现金及现金等价物，高速公路特许经营权形成的无形资产及对合营及联营企业投资构成。2019年，公司进行股权收购后新增汉蔡高速、汉鄂高速以及大广南高速的经营权，公司无形资产及资产规模随之大幅增长。

负债方面，公司负债主要由借款、应付款项及应付债券构成。2019年末公司应付款项及总负债规模大幅增长主要系股权收购以及当年融资活动增加所致。

所有者权益方面，近年公司股本均为 1.47 亿元，公司所有者权益增长主要来自利润积累。

有息债务方面，因收购湖北路产，2019 年公司总债务及财务杠杆比率均大幅增长，但公司债务结构以长期债务为主，近年来短期债务占比持续下降，债务结构合理。未来随着收购路产逐步的培育，公司经营利润的逐步积累，财务杠杆比率或将有所下降。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
总资产	239.18	227.40	367.98
短期银行存款、现金及现金等价物	29.59	23.93	14.35
无形经营权	179.15	174.19	323.69
于联营公司之投资	15.50	14.75	14.00
于一间合营企业之投资	4.33	4.54	4.71
总负债	121.01	103.32	231.69
短期借款	3.20	5.11	13.05
应付账款及其他应付款及应计费用	4.41	4.52	11.15
长期借款	55.33	50.81	141.34
应付债券	19.93	14.98	29.04
所有者权益合计	118.17	124.08	136.29
股本	1.47	1.47	1.47
储备	93.98	99.25	104.24
非控股权益	22.73	23.36	30.57
总债务	94.04	75.88	183.43
短期债务/总债务	0.20	0.13	0.07
资产负债率	50.59	45.44	62.96
总资本化比率	44.31	37.95	57.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受 2019 年股权收购影响，投资活动现金流大幅流出；总债务规模增长明显，部分偿债指标有所弱化，但公司短期偿债能力仍然较强

公司收现情况良好，经营活动净现金流稳定增长。2019 年，受公司收购路产影响，公司投资活动净现金流转为净流出状态。同年，公司发行中期票据等，融资活动净现金流由负转正。但同时中诚信国际也关注到受新冠肺炎疫情影响，短期内公司经营净现金流或将承受一定压力。

2019 年公司总债务规模大幅增长，EBITDA 及经营活动净现金流对债务保障能力有所下降，但对利息支出的保障能力较强且能够完全覆盖短期债务。

表 9：2017 年~2019 年公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
经营活动产生之现金净额	19.43	20.97	21.42
投资活动所得/所用之现金净额	1.45	4.72	-55.13
融资活动所用之现金净额	-2.90	-30.70	24.14
经营活动净现金流/总债务	0.21	0.28	0.12
经营活动净现金流/利息支出	5.99	6.00	5.43
总债务/EBITDA	3.75	2.70	6.19
EBITDA 利息保障倍数	7.73	8.05	7.51
经营活动净现金流/短期债务	1.03	2.08	1.64
EBITDA/短期债务	1.34	2.79	2.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司备用流动性尚可，且公司作为上市公司，融资渠道通畅；公司无对外担保但受限资产规模较大；历史履约情况良好

财务弹性方面，截至 2019 年末，公司及下属公司拥有多家金融机构的授信总额共人民币 170.30 亿元，其中未使用可使用授信额度 25.03 亿元，备用流动性尚可。此外，公司作为香港上市公司，具有境内、外双融资平台优势，融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。

截至 2019 年末，公司 2020 年~2022 年到期债务分别为 13.05 亿元、31.05 亿元和 33.21 亿元。

受限资产方面，公司受限资产为随岳南高速、汉鄂高速等路产的收费权，截至 2019 年末，受限资产总额为 283.26 亿元，占总资产的比重为 76.98%，受限资产规模较大。

表 10：截至 2019 年末，公司受限资产情况（万元）

受限资产	账面价值	受限原因
无形经营权（湖北汉孝高速收费权）	165,049.19	质押借款
无形经营权（湖南长株高速收费权）	285,762.18	质押借款
无形经营权（河南尉许高速收费权）	246,702.54	质押借款
无形经营权（湖北随岳南高速收费权）	604,370.49	质押借款
无形经营权（湖北阿深南高速收费权）	720,592.16	质押借款

无形经营权（湖北汉蔡高速收费权）	384,799.76	质押借款
无形经营权（湖北汉鄂高速收费权）	425,325.80	质押借款
合计	2,832,602.12	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司及子公司涉及尚未完结的涉诉讼案件（涉诉金额在 1,000 万元以上）共两起，合计标的额 6,628.28 万元。

表11：尚未完结的涉诉讼案件情况（万元）

涉案公司	案由	标的额	纠纷当前状态
湖北随岳南高速公路有限公司	工程施工纠纷	4,582.97	仲裁裁决已生效，执行中
湖北随岳南高速公路有限公司	建设工程施工合同纠纷	2,045.31	已上诉

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 2 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

股东方实力雄厚，对公司定位明确，对公司业务发展支持力度大

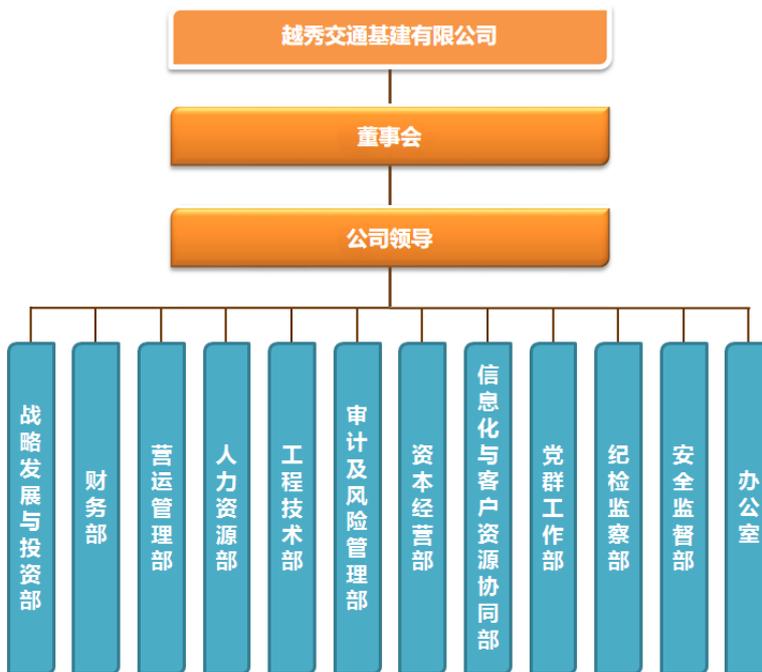
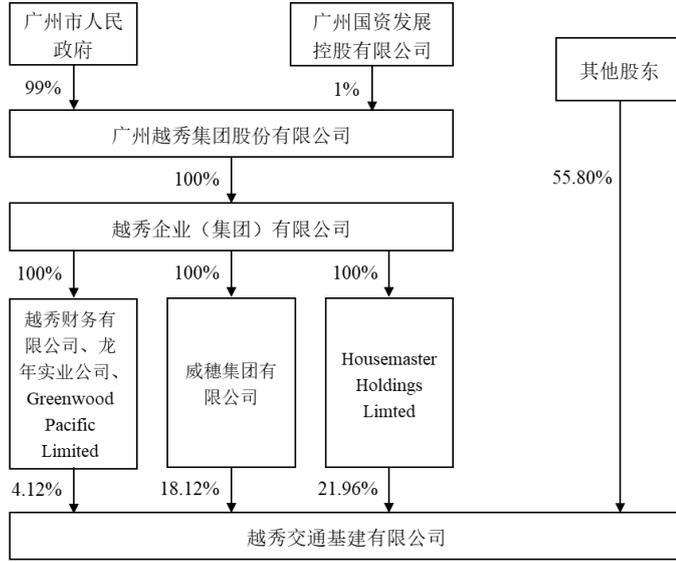
公司间接股东越秀集团目前是广州市资产规模最大的国有企业集团之一，越秀集团三大核心产业系房地产、交通和金融。公司系越秀集团交通板块的重要载体，在集团中定位明确。2018 年 12 月，广东省广晟资产经营有限公司与越秀集团关于转让湖北省广晟高速公路集团有限公司资产包事宜达成协议。2019 年 9 月 12 日，公司披露《主要及关联交易：收购在中国湖北省经营三条高速公路的公司的股权》的公告，根据该公告，公司作为越秀集团下属交通基建板块的经营主体将收购越秀集团在湖北省三条高速公路相关资产。总体来看，公司得到了股东越秀集团在主业扩展方面的大力支持。

评级结论

综上，中诚信国际维持越秀交通基建有限公司

主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 越交 03”和“16 越交 04”的信用等级为 **AAA**。

附一：越秀交通基建有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：越秀交通基建有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
短期银行存款、现金及现金等价物	295,881.8	239,322.2	143,506.2
应收账款	14,047.6	12,221.1	17,502.8
于合营企业之投资	43,346.5	45,427.2	47,105.5
于联营公司之投资	155,038.6	147,484.6	139,962.1
无形经营权	1,791,504.4	1,741,915.6	3,236,912.1
总资产	2,391,848.9	2,273,975.0	3,679,787.5
短期债务	187,767.7	100,931.7	130,514.8
长期债务	752,672.2	657,855.0	1,703,822.7
总债务	940,439.9	758,786.7	1,834,337.5
总负债	1,210,108.5	1,033,217.1	2,316,912.5
费用化利息支出	32,419.4	34,963.1	39,479.9
资本化利息支出	-	-	-
股本	14,732.2	14,732.2	14,732.2
非控股权益	227,255.6	233,570.8	305,709.5
总权益	1,181,740.4	1,240,757.9	1,362,875.0
业务收入	270,284.4	284,707.3	302,322.1
投资收益	40,302.2	41,147.6	35,122.3
年度盈利	126,722.2	141,168.1	159,504.3
EBIT	196,261.1	224,128.6	229,524.4
EBITDA	250,677.2	281,435.0	296,425.1
经营活动产生现金净流量	194,331.1	209,687.0	214,206.1
投资活动产生现金净流量	14,471.7	47,244.4	-551,280.8
筹资活动产生现金净流量	-28,985.5	-306,989.6	241,365.3
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	70.83	70.70	66.55
期间费用率(%)	22.57	20.14	21.24
应收类款项/总资产(%)	1.12	1.07	1.05
收现比(%)	0.84	0.86	0.80
总资产收益率(%)	8.44	9.61	7.71
资产负债率(%)	50.59	45.44	62.96
总资本化比率(%)	44.31	37.95	57.37
短期债务/总债务(%)	0.20	0.13	0.07
FFO/总债务(X)	0.21	0.27	0.12
FFO 利息倍数(X)	6.06	5.82	5.72
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.99	6.00	5.43
总债务/EBITDA(X)	3.75	2.70	6.19
EBITDA/短期债务(X)	1.34	2.79	2.27
货币资金/短期债务(X)	1.58	2.37	1.10
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.73	8.05	7.51

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告整理，财务数据均为当年审计报告期末数；2、投资收益包括应占一间合营企业业绩以及应占联营公司业绩。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=计入流动负债的借款+应付票据+公司债券+其他债务调整项
	长期债务	=计入非流动负债的借款+应付票据+公司债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=于合营企业之投资+于联营公司之投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款项、按金及预付款项+应收联营公司的款项+应收附属公司非控股权益款项+其他非流动应收款项)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=经营成本
	营业毛利率	=(收入-营业成本合计)/收入
	期间费用合计	=一般及行政开支-财务收入+财务费用
	期间费用率	=(一般及行政开支-财务收入+财务费用)/收入
	经营性业务利润	=收入-营业成本合计-一般及行政开支+财务收入-财务费用
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额(除所得税前盈利)+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=经营产生之现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。