

越秀交通基建有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

张赛一 syzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 5 月 19 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0278 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN002”、“21 越秀交通 MTN001”、“22 越秀交通 MTN001”、“16 越交 02”、“16 越交 04”、“21 越交 01”、“21 越交 02”和“21 越交 03”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

二零二二年五月十九日

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“19 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN002”、“21 越秀交通 MTN001”、“22 越秀交通 MTN001”、“16 越交 02”、“16 越交 04”、“21 越交 01”、“21 越交 02”和“21 越交 03”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东背景强大、路产质量较好，区位优势明显、盈利能力恢复良好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公司持续的路产收购或将进一步推升财务杠杆水平、新冠肺炎疫情散发和常态化管控对经营业绩带来不确定性影响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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	367.98	363.68	356.61
总权益（亿元）	136.29	136.54	144.73
总负债（亿元）	231.69	227.14	211.88
总债务（亿元）	183.43	177.01	167.38
业务收入（亿元）	30.23	29.20	37.02
年度盈利（亿元）	15.95	4.04	17.93
EBITDA（亿元）	29.64	24.54	40.49
经营活动产生之现金净额（亿元）	21.42	21.03	25.70
收现比（X）	0.80	0.79	0.83
营业毛利率（%）	66.55	53.40	60.05
应收类款项/总资产（%）	1.05	1.00	1.05
资产负债率（%）	62.96	62.46	59.42
总资本化比率（%）	57.37	56.45	53.63
总债务/EBITDA（X）	6.19	7.21	4.13
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	3.09	5.45

注：本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具无保留意见的 2019、2020 年审计报告及经安永会计师事务所审计并出具无保留意见的 2021 年审计报告整理，各期财务数据均为财务报表期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业（公路运营）

(C170301_2019_03)

越秀交通基建有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力 (25%)	FFO 利息倍数(X)*	3.95	7
	EBITDA/总债务(X)*	0.18	7
	总资本化比率(%)	53.63	7
	FFO/当年资本支出(X)*	3.12	7
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	97.16	10
	单公里路费收入	10	10
运营实力 (40%)	区域经济发达程度	8	8
	区域地位	8	8
	路产竞争力	8	8
规模(15%)	通行费收入	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aa+）的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

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。

■ **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。2021 年公司控股路产单公里收入 737.02 万元，处于较高水平。

■ **盈利能力恢复良好。**受益于疫情的有效控制，2021 年，公司大部分路段的日均车流量已超过疫前水平，当期实现业务收入 37.02 亿元，实现年度盈利 17.93 亿元，同比均大幅增长。

■ **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

■ **路产收购推升财务杠杆。**公司收购汉蔡高速、汉鄂高速和大广南高速所产生的债务规模较大，未来路产收购或将进一步推升公司财务杠杆。

■ **疫情散发和常态化管控可能影响公司经营业绩。**国内新冠肺炎疫情散发和常态化管控对公司高速公路运营业务带来持续不确定性影响。

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。

评级历史关键信息 1

越秀交通基建有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	22 越秀交通 MTN001(AAA)	2022/3/9	钟婷、王昭、张赛一、骆传伟	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	16 越交 02(AAA) 16 越交 04(AAA) 19 越秀交通 MTN001(AAA) 20 越秀交通 MTN001(AAA) 20 越秀交通 MTN002(AAA) 21 越秀交通 MTN001(AAA) 21 越交 01(AAA)	2021/5/26	骆传伟、张赛一	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文 阅读全文 阅读全文 阅读全文 阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	21 越交 02(AAA) 21 越交 03(AAA)	2021/4/27	顾合天、赵珊迪	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	21 越秀交通 MTN001(AAA) 21 越交 01(AAA)	2021/01/13	顾合天、齐鹏	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文
AAA/稳定	20 越秀交通 MTN002(AAA)	2020/4/29	顾合天、王璇	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文
AAA/稳定	20 越秀交通 MTN001(AAA)	2019/12/19	尹玉洁、王璇、李转波	中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型 C170301_2019_03（原 070201_2019_03）	阅读全文
AAA/稳定	19 越秀交通 MTN001(AAA)	2019/07/18	尹玉洁、王璇、李转波	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201_2017_02	阅读全文

注：中诚信国际原口径。

评级历史关键信息 2

越秀交通基建有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	16 越交 04(AAA)	2016/10/14	王维、郑耀宗	中国收费公路行业评级方法	阅读全文
AAA/稳定	16 越交 02(AAA)	2016/03/16	王维、郑耀宗	中国收费公路行业评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

同行业比较

2021 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)
越秀交通基建有限公司	495.20	356.61	59.42	36.50	60.05	17.93
江苏宁沪高速公路股份有限公司	643.35	676.62	47.74	82.63	36.33	41.33
招商局公路网络科技控股股份有限公司	883.73	983.21	35.60	53.51	41.45	49.73

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 越秀交通 MTN001	AAA	AAA	2021/5/26	10	10	2019/12/02~2022/12/02	--
20 越秀交通 MTN001	AAA	AAA	2021/5/26	10	10	2020/01/10~2023/01/10	--
20 越秀交	AAA	AAA	2021/5/26	5	5	2020/08/14~2023/08/14	--

通 MTN002							
21 越秀交通 MTN001	AAA	AAA	2021/5/26	10	10	2021/01/28~2026/01/28 (3+2)	附第 3 个计息年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
22 越秀交通 MTN001	AAA	AAA	2022/3/9	10	10	2022/03/18~2027/03/18 (3+2)	附第 3 个计息年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 越交 02	AAA	AAA	2021/05/26	7.00	0.87	2016/03/21~2023/03/21 (5+2)	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
16 越交 04	AAA	AAA	2021/05/26	8.00	5.30	2016/10/26~2023/10/26 (5+2)	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
21 越交 01	AAA	AAA	2021/05/26	10.00	10.00	2021/01/25~2026/01/25 (3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
21 越交 02	AAA	AAA	2021/4/27	10.00	10.00	2021/05/13~2026/05/13 (3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
21 越交 03	AAA	AAA	2021/4/27	5.00	5.00	2021/05/13~2028/05/13 (5+2)	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权

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

表 1：公司部分存续期债券使用情况

债券名称	募集金额 (亿元)	募集资金使用情况
16 越交 02	7.00	截至 2021 年末，募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕
16 越交 04	8.00	截至 2021 年末，募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕
21 越交 01	10.00	截至 2021 年末，募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕
21 越交 02	10.00	截至 2021 年末，募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕
21 越交 03	5.00	截至 2021 年末，募集资金已按照募集说明书承诺用途使用完毕

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济与政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问

题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

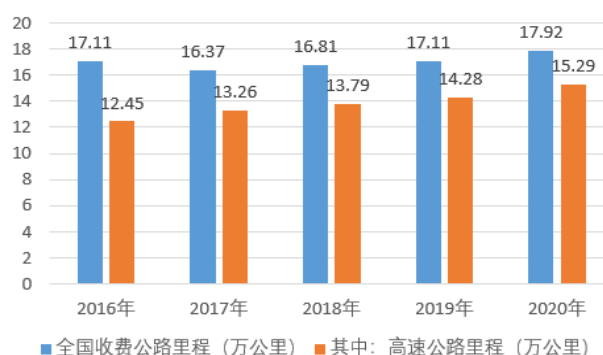
近期关注

近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。2020年，公路密度54.15公里/百平方公里，增加1.94公里/百平方公里。2020年，全国公路总里程519.81万公里，比上

年增加18.56万公里。全国收费公路里程17.92万公里，占公路总里程的3.45%。按技术等级划分，高速公路15.29万公里，一级公路1.74万公里，二级公路0.79万公里，独立桥梁及隧道1,068公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程8.36万公里，占全国收费公路里程的46.65%；经营性公路里程9.57万公里，占全国收费公路的53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路6.61万公里，经营性高速公路8.68万公里。

图1：2016年~2020年全国收费公路里程变化图



资料来源：历年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为50.87亿人次，同比下降26.2%。从周转量方面来看，随着《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划(2018~2020年)的通知》实施，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加疫情反复不断的影响，全年旅客运输周转量累计3627.54亿人公里，同比下滑-21.84%。从货物运输来看，尽管近年来公路货物运输周转量仍维持正向增长，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。2021年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，2021年公路货物运输总量为391.39亿吨，同比增长14.23%，货物运输周转量69,087.65亿吨公里，实现同比增长

14.82%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 2：2021 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
公路	69,087.65	14.82	391.39	14.23	3,627.54	-21.84	50.87	-26.21
铁路	33,238.00	8.93	47.74	4.86	9,567.81	15.75	26.12	18.53
民航	278.20	15.82	0.07	8.09	6,529.70	3.46	4.41	5.45
水运	115,577.51	9.21	82.40	8.19	33.11	0.36	1.63	9.01
运输总量	218,181.36	7.90	521.60	10.28	19,758.16	2.63	83.03	-14.10

资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2020 年全年完成公路固定资产投资 2.43 万亿元，比上年增长 11.0%。其中，高速公路完成 13,479 亿元，增长 17.2%；普通国省道完成 5,298 亿元，增长 7.6%；农村公路完成 4,703 亿元，增长 0.8%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨

大，收费公路企业债务压力增大。截至 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 3：2020 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
合计	34,432.6	73,642.6	108,075.2	70,661.2

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、

打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确

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。

表 4：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》	2014.10.04	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

(2014-2020)》		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》修订征求意见稿	--	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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型(类)差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

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。

《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。

2020 年 2 月 15 日, 交通运输部下达通知, 自 2020 年 2 月 17 日零时起至防控结束, 全国收费公路免收车辆通行费。并于 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)。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不

免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

广州市作为广东省省会和珠三角都市圈核心城市，经济实力极强，且近年来经济增速较快，产业结构不断优化，为公司发展提供良好的外部环境

广州市是广东省省会，位于广东省南部，珠江三角洲北缘，毗邻香港和澳门，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分，同时也是中国进出口商品交易会所在地。目前广州市下辖越秀区、天河区、白云区、荔湾区、黄埔区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区、增城区和从化区共11个区，辖区面积共计7,434.4平方公里。截至2020年末，广州市年末户籍人口985.11万人，户籍人口城镇化率为80.49%。

近年来，广州市经济保持快速增长，产业结构更为优化。2019~2021年，广州市分别实现地区生产总值23,628.60亿元、25,019.11亿元和28,231.97亿元，同比增速分别为6.8%、2.7%、8.1%。其中，2021年第一产业增加值为306.41亿元，同比增长5.5%，两年平均增长7.6%；第二产业增加值为7,722.67亿元，同比增长8.5%，两年平均增长5.9%；第三产业增加值为20,202.89亿元，同比增长8.0%，两年平均增长5.1%。财政收支方面，近年来广州市财政收入实现平稳增长。

表5：2019~2021年广州市财政情况(亿元、%)

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	1,697.21	1,714.00	1,842.00
其中：税收收入	1,325.04	1,299.20	1,394.00
政府性基金收入	1,665.90	2,507.26	2,388.60

一般公共预算支出	2,865.12	2,905.70	2,989.10
政府性基金支出	1,586.71	2,106.10	2,189.10
财政平衡率	59.24	58.99	61.62

资料来源：广州市财政局，中诚信国际整理

产业方面，广州市系全国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成了门类齐全、轻工业较为发达、重工业有一定基础、综合配套能力、科研技术能力和产品开发能力较强的外向型现代工业体系。广州市形成了以汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业为主的三大支柱产业。

广州市交通极为便利，是珠三角重要的交通枢纽，已基本形成海陆空交通体系。广州是京广、广深、广茂和广梅汕和武广铁路的交汇点，是国家四大铁路主枢纽之一。2021年，全市货运量持续恢复，完成货运量9.82亿吨，同比增长6.0%。其中，铁路、公路货运增势良好，同比分别增长27.8%和13.3%。港口生产稳中向好，广州港完成货物吞吐量、集装箱吞吐量同比分别增长2.3%、4.1%。全市完成客运量2.2亿人次，其中航空、铁路客运量同比分别增长4.4%和4.1%。白云机场完成旅客吞吐量4,025.70万人次，连续两年位居国内第一。

中诚信国际认为，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济发展势头良好，财政实力较强，经济总量位居全国省会以上城市前列。广州市极强的经济水平与财政实力为公司发展提供了强有力的保障。

2021年公司产权结构未发生变化，法人治理结构完善，管理体系较为健全

截至2021年末，公司产权结构较上年无变化。越秀企业(集团)有限公司(以下简称“越秀企业”)持有44.20%的股份，是公司的控股股东。越秀企业为广州越秀集团股份有限公司(以下简称“越秀集团”)的全资子公司，越秀集团是隶属于广州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“广州市国资委”)管理的国有企业，广州市国资委是公司的实际控制人。

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会，董事会为公司日常管理及经营机构，公司业务管理归于董事会。董事会根据公司章程大纲及细则及其他相关细则在授予的权职范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。董事会下设公司的经营班子，负责公司的日常经营事宜。具体部门设置方面，公司设有办公室、财务部、人力资源部、营运管理部、工程技术部、资本经营部、战略发展与投资部等职能部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置基本适应当前的经营发展需要。

管理制度方面，公司对总部和附属公司实施全面风险管理，董事会（下设审核委员会）是公司全面风险管理工作的领导机构，对公司整体的风险管理体系的建设和有效运行负最终责任。财务管理方面，公司实行收支两条线的总部统筹管理方式，具体而言，公司本部负责制定年度的发展规划、相应的资金计划，以及对应的考核标准，各下属公司接受总部对资金的统一调度安排，在各自的职权范围内，具有一定的自主权。对外担保管理方面，公司各附属公司原则上不向与公司无投资关系的公司提供担保。总体来看，公司管理体系较为健全。

公司采用“收购+运营”的经营模式，近年来通过收购和出售路产不断优化资产组合

公司主要从事高速公路及桥梁的投资和经营管理，营业收入主要来自于收费高速公路的通行费收入。公司采用“收购+运营”的经营模式，一方面可以跳过公路建设过程中的征地、拆迁、规划、建造等环节，避免公路建设周期不确定带来的风险；另一方面能够对已建成公路的里程、车流量等情况进行直观考察，通过可量化的投资考核指标选择盈利能力强的收购对象。

资产收购方面，2019年，公司向越秀集团收购了越秀（湖北）高速公路有限公司全部股权、湖北省汉蔡高速公路有限公司 38.50%的股权及越秀集

团本金为 46.55 亿元的贷款及应计利息等，以上资产最终总对价 59.75 亿元，资金来源为自有资金和银行贷款。收购完成后，公司新增大广南高速、汉蔡高速及汉鄂高速三个收费公路项目，控股路产里程规模较大。其中，汉蔡高速、汉鄂高速是武汉城市圈规划的快速进出城干线，大广南高速是链接湖北和江西两省的一条重要通道。

同时，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。2016年，公司出售了2011年收购的广西越新赤水码头 51.00%股权。2021年12月，公司发起设立“华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金”（以下简称“华夏越秀高速 REIT”），以现金代价 21.29 亿元将湖北汉孝 100%股权转让给湖北越通交通投资有限责任公司（SPV 公司）。华夏越秀高速 REIT 发行后，公司对华夏越秀高速 REIT 投资比例为 30%。通过发行本次 REIT，公司获得现金流入 20.31 亿元，获得资产处置收益 9.61 亿元。

表 6：公司历年主要资产收购、出售记录

项目	收购/出售完成时间	收购/出售情况
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%
湖北大广南高速	2019 年	收购 90%
湖北汉蔡高速	2019 年	收购 67%
湖北汉鄂高速	2019 年	收购 100%
湖北汉孝高速	2021 年	出售 100%

注：天津津保高速已更名为天津津雄高速。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司拥有控股路产 9 条，分布于广东、广西、湖北、湖南、河南、天津等区域，控股路产收费里程合计 495.20 公里；6 条合营及联营道路收费里程合计为 340.10 公里。

表 7：截至 2021 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	剩余经营年限（年）
控股项目	广州北二环高速	42.50	高速公路	60.00%	11
	广西苍郁高速	22.00	高速公路	100.00%	9
	天津津雄高速	23.90	高速公路	60.00%	9
	湖南长株高速	46.50	高速公路	100.00%	19
	河南尉许高速	64.30	高速公路	100.00%	14
	湖北随岳南高速	98.10	高速公路	70.00%	19
	湖北汉蔡高速	36.00	高速公路	67.00%	17
	湖北汉鄂高速	54.80	高速公路	100.00%	21
	湖北大广南高速	107.10	高速公路	90.00%	21
	小计	495.20	-	-	-
联营合营项目	广州北环高速	22.00	高速公路	24.30%	2
	虎门大桥	15.80	悬索桥梁	27.78%	8
	汕头海湾大桥	6.50	悬索桥梁	30.00%	7
	清连高速	215.20	高速公路	23.63%	13
	广州西二环高速	42.10	高速公路	35.00%	9
	汉孝高速	38.50	高速公路	30.00%	15
	小计	340.10	-	-	-
合计	835.30	-	-	-	

注：虎门大桥利润分配比例为18.446%。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

收费标准方面，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。公司路产具体收费标准如下：

表 8：截至 2021 年末公司主要路产客车收费标准（元/车公里）

客车类别	核定载人数	广州北二环高速	津雄高速	苍郁高速	随岳南高速	汉孝高速、大广南高速	汉鄂高速	汉蔡高速	尉许高速	长株高速
一类	≤9	0.60	0.55	0.40	0.64	0.55	0.40	0.76	0.45	0.40
二类	10~19	0.90	0.95	0.80	0.96	0.825	0.60	1.14	0.65	0.70
三类	20~39	1.20	1.55	1.20	1.28	1.10	0.80	1.52	0.85	1.00
四类	≥40	1.80	1.75	1.45	1.60	1.375	1.00	1.90	1.00	1.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2021 年末公司主要路产货车收费标准（元/车公里）

货车类别	总轴数（含悬浮轴）	车长和最大允许总质量	广州北二环高速	津雄高速	苍郁高速	汉鄂高速	大广南高速、随岳南高速、汉孝高速	汉蔡高速	尉许高速	长株高速
1 类	2	车长小于 6.00m 且最大允许总质量小于 4,500kg	0.60	0.50	0.40	0.40	0.50	0.60	0.50	0.40
2 类	2	车长不小于 6.00m 或最大允许总质量不小于 4,500kg	1.26	0.94	0.89	0.74	0.93	1.10	1.50	0.70
3 类	3		1.896	1.51	1.49	1.21	1.53	1.79	1.90	1.14
4 类	4		2.25	1.75	1.89	1.76	2.20	2.64	2.20	1.44
5 类	5		2.316	1.90	2.19	2.05	2.54	3.10	2.40	1.59
6 类	6		2.454	2.00	2.33	2.34	2.87	3.47	2.60	1.73
7 轴及以上	-		-	-	-	每增加一轴在	每增加一轴在	每增加一轴在	每增加一轴在	每增加一轴在

上					6类货车基础上加收0.4元	6类货车基础上加收0.5元	6类货车基础上加收0.6元	6类货车基础上加收0.25元	6类货车基础上加收0.9元
---	--	--	--	--	---------------	---------------	---------------	----------------	---------------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年通行收入整体恢复较好，但仍需关注疫情散发带来的影响；同时需关注部分路段分流影响

随着疫情影响减弱、区域经济恢复，公司通行费收入实现大幅增长，2021年公司实现通行费收入36.50亿元，较2019年增长20.72%。公司控股路产近年来受所在区域经济发展、公路建设等因素影响，通行量呈现出一定差异，增流和分流情况均有。

广东省区域内，广州北二环高速、广州西二环线高速2021年通行费收入较上年有所下降，主要原因一是受2020年12月通车的广佛肇高速分流影响，二是广东部分地区2021年5月及12月因疫情采取管制措施的影响。但由于广州市经济发展水平较高，汽车通行量和通行费收入仍保持在较高水平。

湖北省区域内，2019年以来，受益于区域经济恢复、武汉四环线贯通增流，汉蔡高速、汉鄂高速、大广南高速、汉孝高速通行费收入快速增长。此外，汉鄂高速和大广南高速所在区域鄂州花湖机场预计将于2022年开航，未来或将为相关路段带来更多的车流量及通行费收入。随岳南高速受许广高速驻

马店泌阳段封闭施工短期分流影响以及枣潜高速和石首大桥通车分流影响，2021年日均通行费收入较上年有所下降。

其他区域内，河南尉许高速受货车回流到周边地方道路及上述许广高速封闭施工影响，短期内通行量和收入或受一定影响；广西苍郁高速受益于2020年底与该路段相连的怀阳高速开通增流；天津津雄高速面临2020年底建成通车的津石高速分流影响；湖南长株高速受武深高速开通分流影响。

通行费收入方面，2021年以来公司通行费收入恢复情况较好，但全国仍处于疫情常态化防控状态，陆续出现区域疫情散发情况，公司路产所在区域管控情况成为通行费稳定性的关键因素，需对后疫情时代公司路产经营情况保持关注。此外，针对2020年疫情防控期间免收通行费的配套补偿情况，公司控股、参股路产项目所在地区中，广西、湖北的保障政策已经出台¹，预计未来各省将陆续出台有关补偿方案，需关注广东、湖南、河南、天津等省份的相关补偿方案情况。

表 10：近年来公司控股路产通行费收入及日均车流量情况（亿元、辆/日）

路段名称	2019		2020		2021	
	通行费收入	日均车流量	通行费收入	2020.7-12 日均车流量	通行费收入	日均车流量
广州北二环高速	12.17	255,418	9.09	297,280	11.21	280,865
广西苍郁高速	0.63	8,604	0.55	12,489	0.89	15,550
天津津雄高速	0.93	37,039	0.73	45,254	0.80	34,444
湖北汉孝高速	1.82	28,715	1.53	32,675	2.09	33,520
湖南长株高速	2.50	62,641	2.06	77,895	2.69	73,797
河南尉许高速	4.15	32,957	2.89	23,676	3.49	23,531
湖北随岳南高速	6.88	25,574	5.21	33,252	6.14	30,465
湖北汉蔡高速	0.32	47,607	1.79	47,929	2.58	50,878
湖北汉鄂高速	0.26	34,968	1.47	41,220	2.09	41,436
湖北大广南高速	0.57	25,692	3.40	30,017	4.50	29,528
合计	30.23	-	28.72	-	36.50	-

¹（1）2020年8月，广西壮族自治区交通运输厅、财政厅等部门联合发布《关于顺延全区收费公路收费期限的通知》。根据通知，针对新冠肺炎疫情防控期间的高速公路免费通行政策，全区69个收费公路项目的收费期限截止日期，将在原批复日期的基础上顺延79天。（2）2022年1月，湖北省交通运输厅发布《关于延长收费公路期限的通知》。根据通知，为依法保障

收费公路使用者、债权人、投资者和经营者合法权益，对经省政府批准设站收费，且在新冠肺炎疫情防控期间免收车辆通行费的收费公路项目，在原批准的收费期限基础上顺延79天。

注：1、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；2、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；3、2020 年 1 月 1 日取消省界收费站，由于新冠疫情及新系统运行初期不稳定等原因，公司所在省（市）行业主管部门未能提供 2020 年 1~6 月车流量准确数据。4、汉孝高速路费收入为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 6 日期间的路费收入。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司养护费用规模不大，未来大修工程支出对盈利影响较小；参股投资项目对公司业绩提供了较好补充

在养护方面，公司坚持“预防为主、防治结合”的方针，推行早期预防性养护与中长期矫正性养护相合的养护理念，采用国际先进的技术和设备对下属路产的路况进行定期、不定期检测，并根据检测结果制定养护计划，以减少大、中修次数和频率，

降低养护成本。2019 年~2021 年，公司的养护费用分别为 0.76 亿元、0.94 亿元、0.78 亿元。根据公司规划，未来将对尉许高速和随岳南高速进行大修，2022~2024 年分别计划投资 1.34 亿元、1.69 亿元和 0.85 亿元，合计 3.88 亿元。公司的大修工程资金主要由公司经营盈余资金解决，各项目的大修工程支出将在剩余经营期限内进行摊销，工程支出对公司的盈利影响较小。

表 11：公司大修工程支出计划

计划年份	项目名称	大修工程内容	工程预算（亿元）
2022 年	苍郁高速	路基、路面（含桥面铺装）大修及部分交安设施恢复	0.45
	随岳南高速	路基、路面（含桥面铺装）大修及部分交安设施恢复 3 期	0.89
2023 年	尉许高速	路基、路面（含桥面铺装）大修及部分交安设施恢复 3 期	0.84
	随岳南高速	路基、路面（含桥面铺装）大修及部分交安设施恢复 4 期	0.85
2024 年	随岳南高速	路基、路面（含桥面铺装）大修及部分交安设施恢复 5 期	0.85
合计			3.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司参股投资了广州北环高速、虎门大桥、汕头海湾大桥、清连高速、广州西二环高速、琶洲码头等项目，近年来能够获取较为稳定的投资

收益。2019~2021 年，公司参股项目的应占业绩（税前利润）分别为 3.51 亿元、1.25 亿元和 2.64 亿元，为公司整体业绩提供了较好补充。

表 12：近年来公司参股项目收入及应占业绩情况（亿元）

路段名称	利润分配比例	2019		2020		2021	
		通行费收入	应占业绩（税前利润）	通行费收入	应占业绩（税前利润）	通行费收入	应占业绩（税前利润）
广州北环高速	24.30%	7.61	1.08	5.74	0.44	7.51	0.70
虎门大桥	18.446%	10.37	0.98	4.68	0.21	8.90	0.68
汕头海湾大桥	30.00%	2.04	0.32	1.36	0.18	1.90	0.30
清连高速	23.63%	8.37	0.25	6.65	-0.08	8.79	0.29
广州西二环高速	35.00%	5.83	0.88	4.42	0.57	5.09	0.77
琶洲码头	45.00%	-	-	-	-0.07	-	-0.09

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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无保留意见的 2019、2020 年审计报告及经安永会计师事务所审计并出具无保

留意见的 2021 年审计报告整理，财务数据均为年度报告当期期末数。上述年度报告中的财务报表均按香港财务报告准则编制。

2021 年受益于疫情控制及汉孝高速的出售，公司盈

利水平大幅提升；但期间费用对利润侵蚀较大

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，即根据特定期间的车流量对无形资产使用年限内的预测总车流量，按单位使用基准计算，以摊销其成本。2019~2021年，公司营业毛利率分别为66.55%、53.40%和60.05%。2020年，受新冠肺炎疫情防控期间免收取高速公路通行费政策冲击，当年通行费毛利率水平大幅下滑；2021年得益于疫情控制、区域经济恢复，收入和盈利水平逐渐回升。

公司期间费用主要由财务费用和一般及行政开支构成，2019年路产收购推升公司债务规模导致财务费用快速增长，使得公司2020年、2021年期间费用率较高，对公司利润造成一定侵蚀。因参股路段受分流影响较为严重，2021年公司投资收益恢复较为缓慢。2021年，公司确认其他收入、收益8.00亿元，主要系出售汉孝高速确认收益9.61亿元，同时，因周边道路分流因素影响，计提天津津雄高速、广东虎门大桥减值共计2.25亿元。

总体来看，2021年公司高速公路通行情况恢复较好，同时，通过发行REIT分拆出售汉孝高速获得了较高收益，公司利润总额较2019、2020年大幅增长。随着区域经济增长及公路运输需求增加，公司盈利能力有望进一步提升。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
营业收入	30.23	29.20	37.02
一般及行政开支	2.72	2.47	3.70
净财务费用	3.70	7.79	6.99
期间费用合计	6.42	10.26	10.69
期间费用率(%)	21.24	35.15	28.87
投资收益	3.51	1.24	2.64
其他收入、收益及亏损净额	1.79	0.25	8.00
利润总额（除所得税前盈利）	19.00	6.82	22.18
营业毛利率(%)	66.55	53.40	60.05
EBITDA	29.64	24.54	40.49
EBITDA 利润率(%)	98.05	84.05	109.38
总资产收益率(%)	7.71	4.04	8.22

注：1、净财务费用为财务收入与财务费用的净额；2、投资收益包括应占合营企业和联营公司的业绩。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

公司资产以收费公路经营权为主，资产质量高；近年来路产收购导致财务杠杆偏高；债务以长期债务为主，总资本化比率持续下降，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。2021年，公司出售汉孝高速100%股权，导致无形经营权大幅下降、同时货币资金增加。华夏越秀高速REIT发行后，公司认购华夏越秀高速REIT30%基金份额，于联营企业之投资增资6.39亿元。因上述汉孝高速的出售以及无形经营权的摊销，2021年公司总资产规模有所下降。

负债方面，公司负债主要由借款、应付款项及应付债券构成，近年来保持以非流动负债为主的资产结构。2019年以来，随着经营积累公司负债规模不断下降，资产结构持续改善。截至2021年末，公司资产负债率下降至59.42%。

所有者权益方面，近年来公司股本均为1.47亿元，2021年公司所有者权益增长主要来自于利润积累以及汉孝高速的资产处置收益。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
总资产	367.98	363.68	356.61
短期银行存款、现金及现金等价物	14.35	15.16	29.19
无形资产	323.69	317.13	291.86
于联营公司之投资	14.00	15.36	20.79
于合营企业之投资	4.71	4.88	4.81
总负债	231.69	227.14	211.88
短期借款	13.05	9.77	23.18
应付账款及其他应付款及应计费用	11.15	12.19	9.91
长期借款	141.34	123.22	76.13
应付票据（长期）	9.97	24.93	24.98
公司债券（长期）	19.08	-	31.13
所有者权益合计	136.29	136.54	144.73
股本	1.47	1.47	1.47
储备	104.24	102.78	113.64
少数股东权益	30.57	32.29	29.61
总债务	183.43	177.01	167.38
短期债务/总债务	0.07	0.16	0.21

资产负债率	62.96%	62.46%	59.42%
总资本化比率	57.37%	56.45%	53.63%

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

公司收现情况良好，2021 年经营活动现金流恢复增长，出售汉孝高速导致投资活动现金大量流入，筹资活动现金持续净流出，偿债指标有所提升

有息债务方面，收购湖北多个路产使得公司债务规模及财务杠杆处于较高水平；公司近年来通过发行债券等方式，用低成本资金置换前期收购路产的长期债务，以促进债务结构优化和融资成本下降。截至 2021 年末，公司总债务为 167.38 亿元，短期债务占比小幅上升。公司保持以长期债务为主的债务结构，财务风险可控。

近年来，公司收现情况良好，经营活动现金流充沛；2021 年经营活动现金流随着道路通行情况的恢复大幅增长。2021 年公司主要的投资活动为出售汉孝高速 100% 股权，资金流入 20.31 亿元，后投资华夏越秀高速 REIT30% 基金份额，资金流出 6.39 亿元。2021 年，随着通行费收入的增长，经营活动净现金流恢复较好，融资活动现金随债务的偿还继续呈净流出状态。

偿债能力方面，由于近年来公司债务规模较大，EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱，但仍可对债务利息形成完全覆盖。短期偿债指标方面，货币资金对短期债务的覆盖能力经历 2020 年的低谷，2021 年有所恢复。近年来公司短期债务占比有所提升，主要是公司通过成本相对较低的短期债务资金过渡性的置换一部分长期债务，预计随着经营活动现金流的恢复增长以及长期债务的逐步置换，未来短期债务规模会有所下降。

表 15：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、X）

	2019	2020	2021
短期银行存款、现金及现金等价物	14.35	15.16	29.19
经营活动产生之现金净额	21.42	21.03	25.70
投资活动所得/所用之现金净额	-55.13	-2.39	12.85
融资活动所用之现金净额	24.14	-17.83	-24.51
短期债务	13.05	28.86	35.03
长期债务	170.38	148.15	132.35
总债务	183.43	177.01	167.38
短期债务/总债务	0.07	0.16	0.21

货币资金/短期债务	1.10	0.53	0.83
经营活动净现金流/总债务	0.12	0.12	0.15
经营活动净现金流/利息支出	5.43	2.64	3.46
总债务/EBITDA	6.19	7.21	4.13
EBITDA 利息保障倍数	7.51	3.09	5.45
经营活动净现金流/短期债务	1.64	0.73	0.73
EBITDA/短期债务	2.27	0.85	1.16

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

公司备用流动性尚可，且作为上市公司，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 2021 年末，公司及下属公司拥有金融机构的授信总额合计 131.55 亿元，其中未使用授信额度 35.60 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。

受限资产方面，公司受限资产为湖南长株高速收费权、河南尉许高速收费权、湖北随岳南高速收费权、湖北阿深南高速收费权、湖北汉蔡高速收费权、湖北汉鄂高速收费权，截至 2021 年末，上述受限资产账面价值为 257.30 亿元，占总资产的 72.15%，受限资产规模较大。

表 16：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
无形经营权（湖南长株高速收费权）	27.49	质押借款
无形经营权（河南尉许高速收费权）	23.85	质押借款
无形经营权（湖北随岳南高速收费权）	57.97	质押借款
无形经营权（湖北阿深南高速收费权）	70.18	质押借款
无形经营权（湖北汉蔡高速收费权）	36.52	质押借款
无形经营权（湖北汉鄂高速收费权）	41.30	质押借款
合计	257.30	-

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。

债务到期方面，截至 2021 年末，公司 2022~2026 年到期债务规模分别为 32.96 亿元、41.64 亿元、42.74 亿元、7.34 亿元和 9.64 亿元。

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 2022 年 4 月 8 日，公司

本部无未结清和已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未按时兑付的情形。公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

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，公司系越秀集团核心产业之一交通板块的重要载体，在集团中定位明确。在越秀集团的支持下，2019年公司收购了湖北大广南高速、汉蔡高速和汉鄂高速三条高速公路。

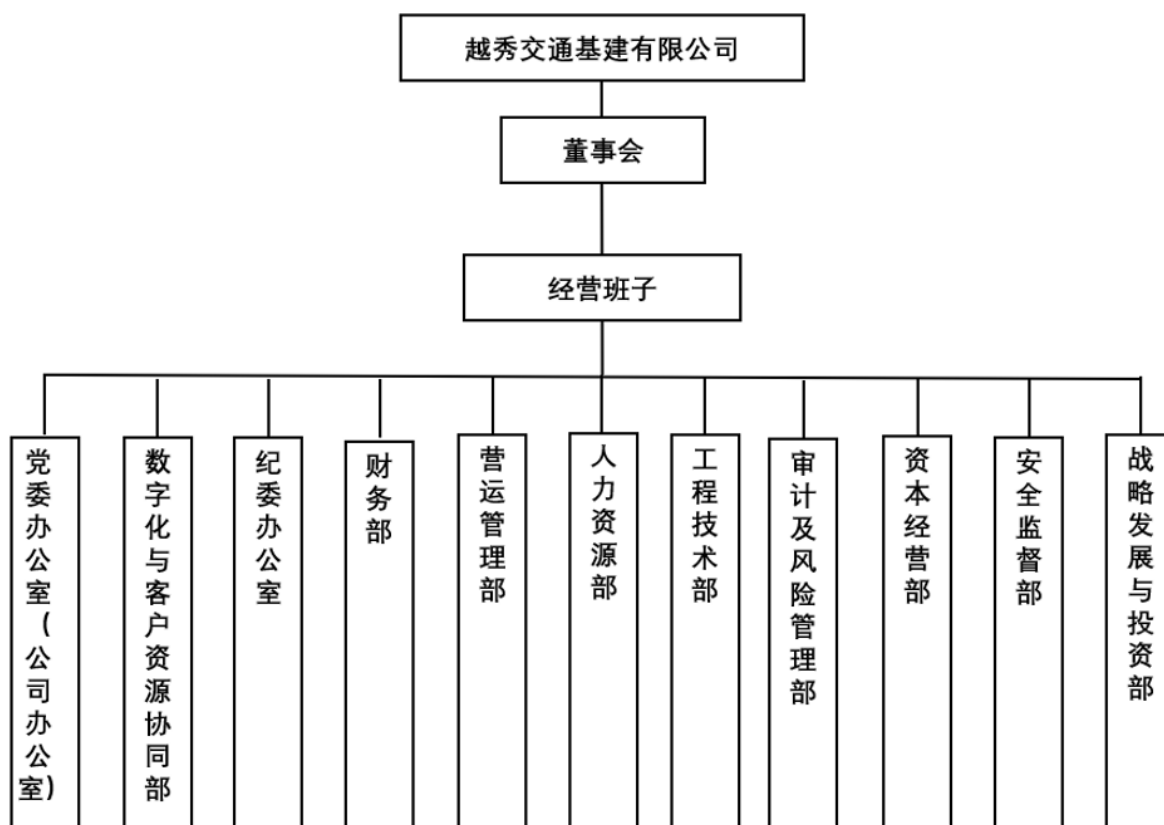
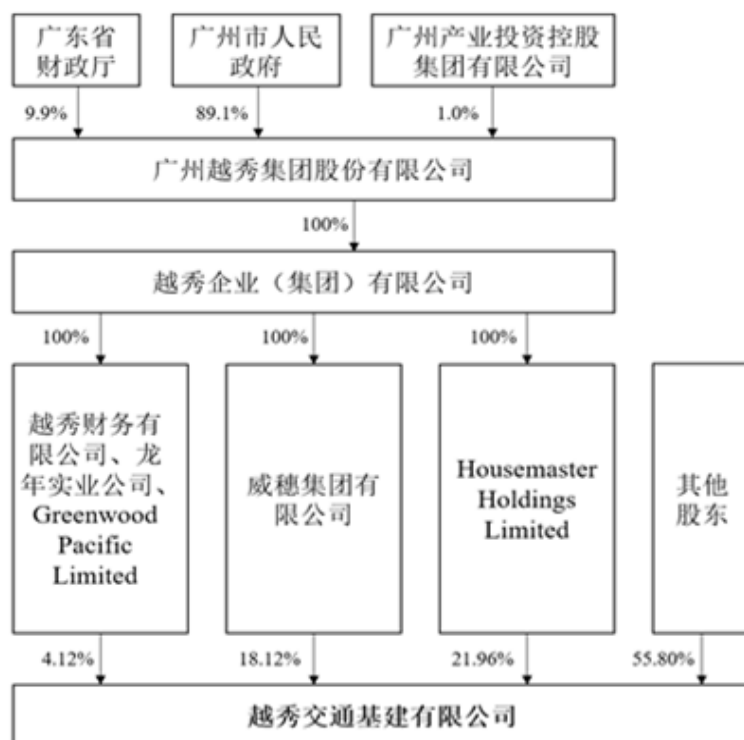
2020年12月，越秀集团通过其全资子公司河南越秀兰尉高速公路有限公司，以司法竞拍的方式竞得河南兰尉高速公路的收费权。兰尉高速是国家规划的28条重点公路之一日照至南阳高速的一段，亦为河南省规划的公路骨架网中的重要组成部分。目前公司正在推进拟收购兰尉高速的有关事宜，计划于2022年完成收购。

总体来看，公司在主业扩展方面得到了股东越秀集团的大力支持。

评级结论

综上所述，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“19 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN001”、“20 越秀交通 MTN002”、“21 越秀交通 MTN001”、“22 越秀交通 MTN001”、“16 越交 02”、“16 越交 04”、“21 越交 01”、“21 越交 02”和“21 越交 03”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 2021 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）	2019	2020	2021
短期银行存款、现金及现金等价物	143,506.2	151,600.4	291,857.4
应收账款	17,502.8	20,436.1	15,302.8
于一间合营企业之投资	47,105.5	48,760.5	48,143.1
于联营公司之投资	139,962.1	153,611.3	207,949.7
无形经营权	3,236,912.1	3,171,295.6	2,918,646.0
总资产	3,679,787.5	3,636,760.0	3,566,110.8
短期债务	130,514.8	288,645.2	350,291.4
长期债务	1,703,822.7	1,481,461.7	1,323,547.3
总债务	1,834,337.5	1,770,106.9	1,673,838.7
总负债	2,316,912.5	2,271,385.5	2,118,835.9
费用化利息支出	39,479.9	79,547.0	74,302.7
资本化利息支出	-	-	-
股本	14,732.2	14,732.2	14,732.2
非控股权益	305,709.5	322,885.4	296,123.4
总权益	1,362,875.0	1,365,374.5	1,447,274.9
业务收入	302,322.1	291,983.8	364,975.4
投资收益	35,122.3	12,435.5	26,379.1
年度盈利	159,504.3	40,433.6	179,269.4
EBIT	229,524.4	147,789.1	296,137.7
EBITDA	296,425.1	245,404.9	404,937.6
经营活动产生现金净流量	214,206.1	210,318.0	256,995.0
投资活动产生现金净流量	-551,280.8	-23,852.6	128,541.1
筹资活动产生现金净流量	241,365.3	-178,284.0	-245,082.5
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	66.55	53.40	60.05
期间费用率(%)	21.24	35.15	28.87
应收类款项/总资产(%)	1.05	1.00	1.05
收现比(X)	0.80	0.79	0.83
总资产收益率(%)	7.71	4.04	8.22
资产负债率(%)	62.96	62.46	59.42
总资本化比率(%)	57.37	56.45	53.63
短期债务/总债务(X)	0.07	0.16	0.21
FFO/总债务(X)	0.12	0.12	0.15
FFO 利息倍数(X)	5.72	2.78	3.34
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.43	2.64	3.46
总债务/EBITDA(X)	6.19	7.21	4.13
EBITDA/短期债务(X)	2.27	0.85	1.16
货币资金/短期债务(X)	1.10	0.53	0.83
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.51	3.09	5.45

注：1、中诚信国际根据公司2019年~2021年财务报告整理，财务数据均为当年财务报告期末数；2、投资收益包括应占合营企业和联营公司业绩。

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+租赁负债+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+租赁负债+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。