



# 信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪058号

## 广东省高速公路发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其公司已发行的“广东省高速公路发展股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一三年五月十七日

## 广东省高速公路发展股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告 (2013)

发行主体	广东省高速公路发展股份有限公司		
担保主体	广东省交通集团有限公司		
发行规模	人民币 8 亿元		
存续期限	2009/10/16-2014/10/15		
上次评级时间	2012/5/31		
上次评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	担保主体级别
	债项级别	AAA	评级展望
跟踪评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	担保主体级别
	债项级别	AAA	评级展望

### 概况数据

粤高速	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	48.00	47.56	51.12	51.83
总资产(亿元)	105.26	118.02	131.55	136.15
总债务(亿元)	51.94	63.76	68.06	74.05
营业收入(亿元)	10.02	10.78	11.06	3.10
营业毛利率(%)	48.28	41.62	41.29	37.08
EBITDA(亿元)	9.05	8.59	9.33	3.02
净资产收益率(%)	9.13	4.71	3.9□	2.08
资产负债率(%)	54.40	59.71	61.14	61.93
总债务/EBITDA(X)	5.74	7.42	7.29	6.13
EBITDA 利息倍数(X)	3.41	2.58	2.15	2.72
广交集团	2010	2011	2012	
所有者权益(亿元)	502.91	552.20	586.84	
总资产(亿元)	1,644.55	1,815.61	1,984.26	
总债务(亿元)	889.08	1047.54	1205.62	
营业收入(亿元)	330.87	308.85	298.25	
营业毛利率(%)	32.90	37.60	37.50	
EBITDA(亿元)	122.51	149.93	138.80	
净资产收益率(%)	6.00	6.12	2.80	
资产负债率(%)	69.42	69.59	70.42	
总债务/EBITDA(X)	7.26	6.99	8.69	
EBITDA 利息倍数(X)	2.98	2.75	2.04	

注：粤高速 2013 年一季度的净资产收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

### 基本观点

2012 年，在区域经济稳步发展的带动下，随着路网贯通效应的日益显现以及佛开高速扩建工程的完工，广东省高速公路发展股份有限公司（以下简称“粤高速”或“公司”）所辖路产整体通行量和通行费收入保持增长。但中诚信证券评估公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到收费政策的变化、改扩建及大修项目带来的资本支出压力等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持“广东省高速公路发展股份有限公司 2009 年公司债券”信用级别 **AAA**，维持粤高速主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。该级别考虑了广东省交通集团有限公司（以下简称“广交集团”或“集团”）为本次债券提供的全额不可撤销连带责任担保对债券本息偿付所起的保障作用。

### 正面

- 公司路产质量优良，区位优势明显。公司控、参股路桥资产规模较大、线路较多，且大部分分布在广东省经济发达地区，多为国家或者省干线公路网的组成部分，整体的路网效益较好，有利于保障公司长期发展。
- 佛开高速扩建工程的完工通车有利于公司车流量增长。公司大部分控、参股路段运营趋于成熟，随着路网贯通效应的进一步发挥，加之作为公司通行费收入最大来源的佛开高速扩建路段的完工通车，公司所辖路产通行能力提高，有利于车流量的进一步增长。
- 股东实力很强。广交集团是广东省高速公路投资建设的主体，投资建设已通车高速公路里程约占广东省高速公路里程的 63%，具有明显的区域性行业垄断优势。公司作为其唯一一家高速公路上市公司，在发展主业方面能够得到其有力支持。

## 分析师

周莉莉 [lzhou@ccxr.com.cn](mailto:lzhou@ccxr.com.cn)  
邵津宏 [jhshao@ccxr.com.cn](mailto:jhshao@ccxr.com.cn)  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)  
2013年5月17日

## 关注

- 高速公路行业收费政策的变化对公司经营造成一定影响。2012年广东省统一收费标准及节假日小型客车免费通行政策的实施对公司部分项目的通行费收入造成较大负面影响，公司当年通行费收入增速放缓。另外，广佛高速延期收费申请进展情况，也是未来中诚信证评将保持关注的因素。
- 资本性支出压力或将进一步推升公司的负债规模。截至2012年12月31日，公司资产负债率61.14%，在同行业上市公司中处于较高水平。未来参股的广乐高速项目持续推进将加剧公司的资本支出压力，公司负债规模或将进一步上升。

## 行业关注

受外围经济疲软影响，2012年广东省经济增速回落，但高速公路行业发展环境依然较好，高速公路建设投资仍持续增加

受全球经济复苏放缓、欧债危机及国内经济结构调整影响，2012年我国经济增速下滑。外需不足也导致经济外向依存度较高的广东省对外贸易增速相应下滑，2012年全省完成进出口总额9,838.15亿美元，同比增长7.7%，增速较上年下滑8.7个百分点。同年，广东省实现生产总值57,067.92亿元，同比增长8.2%，增幅同比回落1.8个百分点。

表 1：2012 年广东省重要经济指标

指标	数量	同比增幅
国内生产总值（GDP）	57,067.92 亿元	8.2%
人均 GDP	54,095 元	7.1%
全社会固定资产投资额	19,307.53 亿元	15.5%
进出口总额	9,838.15 亿美元	7.7%
出口总额	5,741.36 亿美元	7.9%
进口总额	4,096.79 亿美元	7.4%
货物吞吐量	140,776 万吨	5.3%
港口集装箱吞吐量	4,762.99 万 TEU	3.2%

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

但是，随着近几年人均可支配收入提升和购买力增强，广东省汽车保有量逐年增长，进一步提升公路需求，也促进了广东省交通运输业的发展。截至2012年末，其民用汽车保有量为1,038.51万辆，较上年末增长13.9%；公路通车里程19.49万公里，其中高速公路里程5,524公里，同比增长9.4%。根据广东省综合交通运输体系发展“十二五”规划，“十二五”期间广东将建设高速公路约1,700公里，至2015年末，全省高速公路通车里程将达到6,500公里，高速公路网络将进一步完善。

2012年，虽然受到原材料价格上涨、劳动力成本上升、外围经济疲弱以及内需不振等因素影响，但国内宏观经济仍正常运行，预计未来一段时期广东省经济仍将保持一定增长，为省内高速公路行业的进一步发展奠定基础。同时，随着城市化进程的加快、汽车保有量的不断增长，支撑高速公路行业长期发展的因素依然存在。此外，高速公路行业具有较强抵御周期性波动风险的能力，加之广东省的

区位优势以及其经济的活力和弹性，我们认为广东省高速公路行业仍具有一定的长期发展空间。

计重收费政策的进一步实施，有利于区域内高速公路企业的运营，但统一收费及节假日免费通行政策对高速公路企业通行费收入造成一定影响

超载运输大幅提升了养护及大中修成本。一般而言，养护成本占主要高速公路公司总成本的比重约在30~50%之间。目前，计重收费制度作为一种治理超载方式开始被广泛采用，多个省份都已经或正在准备实施计重收费制度。实施计重收费政策的正面影响主要体现在：一方面，在超载严重、“大吨小标”现象较为普遍的情况下，计重收费等于提高了货车通行费标准；另一方面，计重收费政策使得公路收费与超载车辆对收费公路的损坏程度相联动，从而使不断趋高的公路维修养护成本压力得到缓解。负面影响则主要体现在超限车辆绕道而行，从而使车流量出现下滑。但从长期来看，这一政策的正面影响较大。

广东省分别于2011年9月和10月进一步在粤西和粤东地区实施计重收费政策，区域内车辆运营将日趋规范，由此将延长高速公路的大修周期，降低维护成本，并且车流量将因车辆畅通而增加，有利于区域内高速公路企业的长期发展。预计未来珠三角地区将全部实行计重收费，这将进一步利于省内高速公路企业的运营。

2011年6月，国家发改委、交通运输部等五部委联合下发了《关于开展收费公路专项清理工作的通知》，在全国范围内开展为期一年的收费公路专项清理工作。广东省高速公路项目自2012年6月1日零时起按照统一的收费费率、收费系数、匝道长度计算方式和取整原则进行收费。受此影响，广深高速、深圳梅观高速、莞深高速等7个收费标准偏高的公路下调收费系数。

另外，广东省人民政府办公厅于9月18日发布了《广东省人民政府办公厅关于印发广东省重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》，其指出全省已建成通车的全部收费公路（含收费桥梁和隧道）在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个

国家法定节假日，对行驶收费公路的7座及以下载客车辆（以车辆行驶证登记的核载人数为准），包括允许在普通收费公路行驶的摩托车免费通行。同时，“绿色通道免费政策”的适用范围自2011年12月起扩大至全部高速公路项目，且扩大免费的鲜活农产品范围，该政策实施在一定程度上对省内公路企业的通行费收入带来影响。

高速公路行业政策性较强，收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营有一定影响。但中诚信证评认为，广东省收费公路专项清理工作的实施将进一步规范高速公路企业的经营管理行为，降低物流成本，有利于高速公路行业的长期有序规范发展。

### 珠三角城际轨道交通建设加快，广佛地铁、广珠城轨等建成通车，对高速公路形成一定分流影响

为促进珠江三角洲地区区域经济一体化战略的实施、完善综合交通体系，广东省近年加快了珠三角城际轨道交通网络的建设。截至2012年末，广东省已经建成了广珠城际、广佛地铁2条线路，在建项目为佛山至肇庆、东莞至惠州、穗莞深线洪梅至深圳段3个城际轨道交通项目。另外，广清线、佛莞线、珠海市区至珠海机场等6条新线也将于近期开通。

此外，根据《珠江三角洲地区城际轨道交通网规划（2009年修订）》，2013年前，广东省将建成以广州、深圳、珠海、佛山、东莞、惠州、肇庆为中心的珠三角城际轨道交通主骨架，开通里程近500公里。2015年前，将建成1,000公里的珠三角城际轨道交通网络。到2030年，珠三角地区将共有21条城际轨交线路，3条联络线，线网总里程达2,008公里。

从布局来看，珠三角城轨交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高，已开通的广佛地铁、广珠城轨与公司经营的广佛高速、江中高速基本平行。并且，城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，预计将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路形成一定分流。

## 业务运营

截至2012年12月31日，公司控参股11条收费公路、1座收费大桥，路桥合计949.38公里，其中权益里程304.19公里。2012年，受全省统一收费标准及节假日免费通行等因素影响，公司实现营业收入11.06亿元，同比增长2.57%，增速较上年有所下滑。从构成看，公司营业收入主要来自于通行费收入，近三年通行费收入在公司营业收入中占比均超过97%；另有少量的高科技投资收入、广告收入，但占比极低。除控股路段带来的通行费收入外，公司尚有来自参股路段的投资收益，构成公司利润的重要来源（表2）。2012年，公司实现投资收益3.39亿元，同比下降2.07%。

表2：2010~2012年公司通行费收入及投资收益情况

单位：万元

		2010	2011	2012
通行费	收入	98,698	105,717	107,399
	收入占比	98.48%	98.91%	97.13%
	同比增幅	7.06%	7.11%	1.59%
投资收益	收益	34,152	34,615	33,897
	同比增幅	29.89%	1.36%	-2.07%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

### 佛开高速改扩建工程完工，车流量和通行费收入均上升，但受收费政策影响，广佛高速和九江大桥通行费收入增速下滑

截至2012年12月31日，公司控股2条高速公路、1座大桥，即广佛高速公路、佛开高速公路和九江大桥。其中，广佛高速公路连接广州和佛山，是国家干线公路网的组成部分，1989年8月通车，全长15.7公里，双向八车道，运营时间接近24年；佛开高速公路是广佛高速公路向广东西部的延伸路段，亦为国家干线公路网的组成部分，1996年12月建成通车，双向八车道，全长79.8公里，通车运营已近16年。两条控股路段运营趋于成熟，是公司通行费收入的主要来源。

具体来看，广佛高速区位优势明显，车流量较大。受益于广佛高速改扩建完工，2012年广佛高速车流量同比增长3.55%至3,721万辆，但受统一收费和节假日免费通行两项政策影响，广佛高速全年通

行费收入为 29,315 万元，同比下降 2.43%，每公里年收益下滑至 1,867 万元，但仍处于较高水平。广佛高速已于 2011 年 9 月推行货车计重收费政策，有益于该路段的长期发展，且 2012 年年底与广佛高速相接的佛开及广三高速扩建基本完工也有利于车流量的增长。但在上述政策的双重压力下，预计未来该路段通行费收入增幅不大。

佛开高速里程较长，通行费收入规模较大。佛开高速于 2009 年中期启动谢边至三堡公路双向八车道改扩建工程，该工程已于 2012 年 12 月 26 日完工通车，改扩建路段通行费标准由 0.45 元/标准车公里提高至 0.60 元/标准车公里。2012 年，受益于扩建路段完工恢复通车，佛开高速车流量为 2,712 万辆，同比增长 4.91%，实现通行费收入 72,608 万元，同比增长 3.41%。

此外，公司还控股九江大桥，由于当地施工建设作业减少，2012 年下半年开始进出九江大桥的施工车辆降幅很大，导致全年车流量同比下降 2.62%。但随着计重收费政策的实施，当年公司实现通行费收入 5,470 万元，较上年上升 2.41%，增速有所放缓。根据粤交电[2012]130 号《广东省交通运输厅，广东省物价局关于印发〈珠江三角洲区域车辆通行费年票互通实施方案〉的通知》，国道 325 九江大桥收费站自 2012 年 12 月 31 日 24 时起，将对珠三角地区 9 市市籍已购买本市车辆通行费年票的车辆免收车辆通行费。截至 2012 年 12 月 31 日，公司尚未就上述通知实施后项目利益补偿或资产处置等方案与广东省交通运输厅等政府部门协商一致。由于该事项对公司的影响存在重大不确定性，尚无法评估其对公司经营状况和财务状况造成的影响。

表 3：2010~2012 年公司控股路桥收益情况

单位：万元、万元/公里/年

路段	2010	2011	2012	
广佛高速	通行费	27,677	30,045	29,315
	同比增幅	13.75%	8.48%	-2.43%
	每公里年收益	1,763	1,914	1,867
	收入占比	28.04%	28.42%	26.52%
佛开高速	通行费	66,625	70,215	72,608
	同比增幅	2.13%	5.39%	3.41%
	每公里年收益	835	880	910
	收入占比	67.50%	66.42%	65.67%
九江大桥	通行费	4,533	5,341	5,470
	同比增幅	70.58%	17.84%	2.41%
	收入占比	4.59%	5.05%	4.95%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，广佛高速运营相对稳定，随着佛开高速改扩建路段的完工，公司运营能力将明显提升，同时改扩建路段通行费率的提高也将增强公司的盈利能力。但广东地区经济增速有所下滑，加之上述政策的实施，或对公司经营造成一定影响。此外，鉴于广佛高速运营时间较长及二期扩建工程的投资支出较大，公司已通过广交集团向广东省人民政府上报关于广佛高速公路延期收费的请示，若能得以通过，将更有利于公司的长期发展，我们将持续关注广佛延期事项的进展情况。

### 受收费政策变化影响，公司主要参股路段增流不增收，投资收益对公司的利润补充作用有所弱化

截至 2012 年 12 月 31 日，公司参股 9 条高速公路，分别由参股的项目公司负责各路段的经营。受益于路网效益的进一步发挥，参股路段通行车流量整体有所上升，但 2012 年收费政策的变化导致收入规模相对较高的主要参股路段增流不增收，参股路段总体运营状况较上年未有显著提升。

表 4: 2010~2012 年公司主要参股公路收益情况

单位: 万元、万元/公里/年

路段		2010	2011	2012
京珠高速广珠东段	通行费	117,047	114,759	100,033
	同比增幅	13.46%	-1.96%	-12.83%
	每公里年收益	1,876	1,839	1,603
惠盐高速深圳段	通行费	31,392	28,126	24,504
	同比增幅	3.55%	-10.40%	-12.88%
	每公里年收益	1,000	896	780
广惠高速	通行费	151,675	143,652	123,407
	同比增幅	12.62%	-5.29%	-14.09%
	每公里年收益	990	938	806
广肇高速	通行费	28,344	37,789	42,877
	同比增幅	42.41%	33.32%	13.47%
	每公里年收益	546	728	826
茂湛高速	通行费	39,549	42,036	44,514
	同比增幅	11.55%	6.29%	5.90%
	每公里年收益	375	398	422
江中高速	通行费	31,753	35,535	34,095
	同比增幅	24.15%	11.91%	-4.05%
	每公里年收益	767	858	824
康大高速	通行费	3,854	16,469	18,990
	同比增幅	56.61%	327.39%	15.31%
	每公里年收益	68	291	335
赣康高速	通行费	2,350	9,809	12,200
	同比增幅	-	317.50%	24.37%
	每公里年收益	45	186	231

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

分路段来看, 京珠高速广珠东段连接广州与珠江两个经济发达城市, 全长 62.4 公里, 公司持有 20% 的股权, 是公司参股公路中收益最好的路段。2012 年京珠高速广珠西段通车使京珠高速广珠东段车流量恢复正常增长, 全年车流量同比增长 5.40%, 但受统一收费影响, 该路段收费系数下调, 加之节假日免费通行, 当年通行费收入同比下降 12.83% 至 100,033 万元。

惠盐高速系深圳与惠州两市间的主要通道, 公司参股的深圳段全长 31.4 公里, 连接深圳龙岗与盐田港。惠盐高速深圳段已通车运营近 17 年, 运营成熟, 通行费收入和每公里年收益稳定性较强。2012 年随着该路段收费标准下调, 加之节假日车流

量大幅增长, 当年该路段车流量同比上升 7.25%, 但受收费标准调整, 二至五类营运车收费降低, 全年通行费收入较上年下降 12.88%。

广惠高速于 2003 年 12 月正式通车, 全长 153.2 公里, 连接广州与惠州, 是广东省干线公路网的重要组成部分。2012 年, 受广河高速开通影响, 部分货车被分流, 当年车流量较上年下降 2.26%。同时受收费政策影响, 2012 年通行费收入为 123,407 万元, 同比下降 14.09%。

广肇高速全长 51.94 公里, 其一期路段 45.55 公里于 2002 年 9 月投入运营, 二期路段在 2010 年 10 月建成。由于二期路段连接珠三角环形公路西环段, 缩短了广州至肇庆的出行距离, 且受益于云梧高速的开通, 路网贯通促使通行车流量和通行费收入均大幅上涨。2012 年广肇高速整体车流量同比上涨 17.20%, 通行费收入同比增长 13.47%。

茂湛高速连接茂名和湛江, 全长 105.6 公里。茂湛高速一期于 2000 年 11 月通车, 但为断头路, 车流量不足。2004 年底, 茂湛高速二期通车后, 车流量快速增长, 已于 2008 年扭亏为盈。2012 年该路段车流量自然增长, 实现通行费收入 44,514 万元, 同比增长 5.90%, 预计未来仍可保持稳定增长。

江中高速连接江门和中山, 全长 41.4 公里, 2005 年 11 月投入运营。近年来江中高速车流量培育情况良好, 通行费收入保持增长, 2009 年即已实现盈利。受益于与江中高速相接的广珠西线二期开通, 诱增了较多短途车辆, 2012 年通行车流量小幅增长。但受上述收费政策影响, 其通行费收入较上年略有下降, 当年实现通行费收入 34,095 万元, 同比下降 4.05%。

康大高速位于江西省赣州市内, 连接南康与大余, 系韶赣高速江西段, 全长 56.65 公里。康大高速于 2007 年 12 月投入运营, 车流较少, 2012 年受韶赣高速通车及路网形成的诱增影响, 通行费收入同比上升 15.31% 至 18,990 万元, 但因当年调整了统计口径, 其通行车流量未同幅度增长。

赣康高速, 又名赣州绕城高速公路, 于 2010 年 9 月通车, 全长 52.7 公里, 是济广、大广(赣定)和厦蓉高速的重要连接线。赣康高速是赣州城区内外连通的外环快速通道, 还可对赣州市区东西向过

境交通形成分流。2012 年受益于隘瑞高速瑞金南枢纽互通开通，赣康高速通行费仍大幅上升，其车流量的下降是因为调整了统计口径。赣康高速仍处于车流量培育期，预计短期内难以为公司贡献利润。

此外，公司曾参股的赣州市赣江公路大桥与赣康高速同属赣州赣康高速公路有限责任公司（简称“赣康公司”），公司持有赣康公司 30% 的股权。由于赣江公路大桥的独立经营收费未能获得当地政府批准，根据约定，该项目于 2011 年 1 月以 5.05 亿元的价格整体剥离出赣康公司。因本次处置按照赣江公路大桥的账面净值处理，未对赣康公司及公司投资形成损益。

新增投资方面，2009 年 9 月，公司参股了广乐高速公路建设项目，该路段连通广州至乐昌，已于 2009 年 12 月开工，预计 2013 年 12 月建成通车。公司持有该合作项目公司 30% 的股权，计划出资金额为 25.62 亿元，截至 2012 年 12 月 31 日，公司已累计投资 7.30 亿元。广乐高速是京港澳高速和清连高速之外联通京珠高速进入广东的三条大通道之一，路段区位优势较强。同时，由于该路段设计为双向六车道，全部按高速公路标准选线和设计，克服了老京珠高速粤北段长纵坡和急弯过多的问题，有利于减少行车事故和提高行车速度。因此，待其修建完成后，预计将对老京珠粤北段具有很强的替代性，同时也会对清连高速形成一定程度的分流作用，项目投资前景较好。

值得关注的是，2012 年 2 月公司董事会决议拟以自有资金不超过 2 亿元，间接投资广东省广播电视网络股份有限公司（简称“粤广电”）。粤广电是以广播电视节目传输为主业的大型现代化有线广电网络运营商，目前用户规模、资产总额在全国各省排名中位列第二名，且未来还将对广东全省各县区的广电网络资源进行统一整合，具有良好的发展前景。

另外，2009 年，公司成功参与光大银行的定向增发，投资 5.28 亿元认购光大银行股份 2.4 亿股，该部分金融股权也将成为公司未来投资收益的有益补充。

综合来看，公司参股的高速公路大多位于经济发达的珠三角地区，并多已渡过交通量培育期，正

步入交通量稳定增长阶段。同时，高速公路网络的逐步完善以及路网效益的进一步发挥，为参股公司未来发展提供良好支撑。公司控股路段运营较成熟，收入相对稳定，但受收费政策影响，主要参股路段收入和业绩出现波动，投资收益对公司的利润补充作用有所弱化。

值得关注的是，广东省统一收费标准从 2012 年 6 月开始实施，公司受此影响时间仅为 7 个月，完整年度的经营状况未得以体现。根据公司预计，若全年实施该统一收费标准，以公司经营的主要高速公路 2012 年的实际车流量为基础计算，在不考虑统一方案实施后可能对路网内车流量产生的正面或负面影响的前提下，各路段的通行费收入将减少约 34,459 万元。

## 财务分析

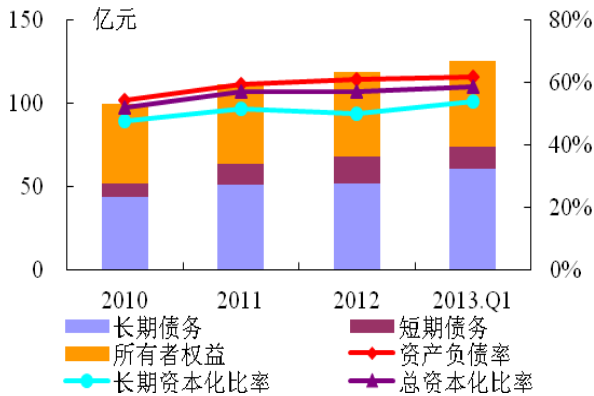
以下分析主要基于粤高速提供的经立信羊城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010 年度合并财务报告，经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011 和 2012 年度合并财务报告。其中，2010 年、2011 年数据分别采用 2011、2012 年财务报表的期初重列数。

## 资本结构

公司近年留存收益逐年积累，自有资本实力不断夯实。但佛开高速公路大修、扩建以及对广乐高速公路等多项投资导致资本性支出增加，公司负债规模较高。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额和负债总额分别为 131.55 亿元和 80.42 亿元，资产负债率上升至 61.14%，与同行业相比处于较高水平。2013 年一季度末，公司资产负债率略有上升，为 61.93%。未来随着广乐高速建设持续推进，公司仍有较大的资本支出压力，负债规模或将进一步上升。



图 1: 2010~2013.Q1 公司资本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 5: 截至 2012 年 12 月 31 日主要高速公路

上市公司资本结构比较

名称	总资产(亿元)	资产负债率(%)
山东高速	312.86	41.61
宁沪高速	258.49	25.89
赣粤高速	256.34	49.16
深 高 速	242.09	55.08
福建高速	197.72	54.79
四川成渝	193.38	45.98
<b>粤高速 A</b>	<b>131.55</b>	<b>61.14</b>
五洲交通	114.41	72.11
皖通高速	113.34	35.41
重庆路桥	53.66	61.49
东莞控股	50.29	32.76
龙江交通	37.57	28.65
<b>平均值</b>	<b>163.48</b>	<b>47.00</b>
<b>中位数</b>	<b>162.47</b>	<b>47.57</b>

数据来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

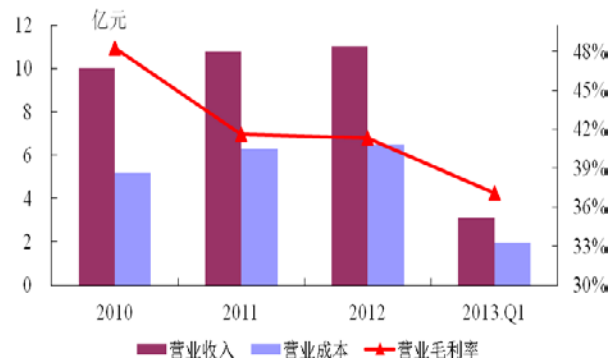
从债务结构来看, 公司近年长、短期债务规模同时扩大, 但仍以长期债务为主, 债务期限结构得到优化。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司长、短期债务分别为 51.59 亿元和 16.47 亿元, 短期债务/长期债务比值为 0.32。2013 年一季度末, 长短期债务比进一步下滑至 0.22。考虑到高速公路行业具有前期投入大、资本回收期长的特点, 公司现有债务期限结构与其业务发展阶段较为匹配, 有利于保证中长期发展资金来源的稳定。

总体来看, 目前公司债务期限结构较为合理, 但债务水平相对较高。同时, 考虑到公司未来几年仍有较大规模的资本支出, 预计其债务水平将进一步上升, 中诚信证评将对此持续关注。

盈利能力

公司以通行费收入为主要收入来源, 2012 年公司营业总收入为 11.06 亿元, 同比增长 2.57%, 增速放缓。当年公司毛利率为 41.29%, 较上年略有下降, 主要系公司经营的高速公路收费标准调整, 其成本压力无法进行传导所致。2013 年一季度末, 由于佛开高速公路谢边至三堡段扩建工程 2012 年底完工后结转为固定资产后, 固定资产大幅增加, 按车流量法计提折旧, 当期营业成本同比增长 44.82%, 导致毛利率下降至 37.08%。

图 2: 2010~2013.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 近年资本性支出压力加大致使公司借款规模上升, 且在利率调整等综合因素影响下, 公司财务费用增长较快。2012 年公司财务费用支出 3.04 亿元, 同比增长 31.25%, 期间费用合计 4.93 亿元, 三费占比已达 44.60%, 大幅吞噬了公司的利润空间。2013 年一季度末, 财务费用同比大幅增长 34.41%, 三费收入占比升至 47.66%。在收入规模趋于稳定的情况下, 预计未来公司借款规模还将进一步扩大, 财务费用的上升也将影响公司的盈利能力。

2012 年公司的利润总额主要体现于投资收益, 利润总额较上年下降 5.25%。当年公司收入规模小幅增长, 但折旧成本上升、财务费用支出大幅增加, 导致当年经营性业务亏损 0.77 亿元。同时取得投资收益 3.39 亿元, 同比下降 2.07%。在经营性业务亏损及投资收益下滑情况下, 公司当年最终实现净利润 2.01 亿元, 同比减少 10.13%, 盈利水平有所下降。2013 年一季度, 公司营业成本及财务费用较上年同期大幅增加, 且投资收益较上年下降, 公司实现净利润 0.27 亿元, 同比下降 62.55%。

从获现能力来看，利润总额、利息支出和固定资产折旧为公司 EBITDA 的主要构成。2012 年公司利息支出增加，EBITDA 上升至 9.33 亿元，同比增长 8.64%。另外，由于通行费收入均以现金方式收取，故公司经营性现金流较为充沛。2012 年公司经营性净现金流为 6.21 亿元，与上年基本持平。

综合而言，2012 年，公司收入相对稳定，但折旧成本增加，财务费用大幅上升，盈利能力有所下滑。长期来看，公司主要参股路段带来的投资收益仍将为公司盈利提供持续、有力的支撑，且佛开高速扩建完工后，公司核心路产的通行能力将明显提升，但公司通行费收入受收费标准、国家政策等影响面临一定的不确定性。

### 偿债能力

随着资本性支出增加，近年来公司债务规模呈上升趋势。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务 68.06 亿元，其中长期债务占比较大，为 51.59 亿元。公司债务期限结构安排较为合理，再融资能力较强，融资渠道顺畅，资金储备较为充裕，公司实际短期偿债压力相对较小。

表 6: 2010~2013.Q1 公司主要财务能力指标

	2010	2011	2012	2013.Q1
短期债务（亿元）	8.27	12.76	16.47	13.43
长期债务（亿元）	43.67	51.01	51.59	60.62
长短期债务比	0.19	0.25	0.32	0.22
总债务（亿元）	51.94	63.76	68.06	74.05
经营性净现金流（亿元）	5.90	6.20	6.21	1.40
经营净现金流/ 短期债务（X）	0.71	0.49	0.38	0.10
经营净现金流/ 总债务（X）	0.11	0.10	0.09	0.02
EBITDA（亿元）	9.05	8.59	9.33	3.02
总债务/EBITDA	5.74	7.42	7.29	6.13
EBITDA 利息倍数（X）	3.41	2.58	2.15	2.72

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，2012 年在 EBITDA 规模上升的带动下，公司总债务/EBITDA 为 7.29，较上年略有下降。而利息支出的增加导致 EBITDA 对其覆盖能力有所下降，当年 EBITDA 利息倍数较上年下降至 2.15 倍。此外，经营性净现金流对当期债务的覆盖程度略有下降，当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为

0.09 倍和 1.43 倍。2013 年一季度末，公司主要偿债指标仍保持在合理水平。

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2012 年 12 月 31 日，公司已获得招商银行、平安银行等多家银行共计 13 亿元的授信额度，尚有 4.5 亿元额度未使用，公司仍具有一定的备用流动性。截至 2012 年 12 月 31 日，公司无对外担保。

综合而言，公司债务期限结构较为合理，但债务水平偏高，且未来仍将有较大的资本支出压力，而收费政策的变化导致公司盈利能力有所下降，公司偿债能力受到一定影响。但长期来看，公司控股路段盈利能力相对稳定，参股路段产生的投资收益仍将对公司起重要支撑作用，公司长期偿债能力较有保障。我们将持续关注公司运营情况及收费政策变化等可能影响偿债能力的因素变化情况。

### 担保实力

广东省交通集团有限公司（简称“广交集团”）是根据广东省委办公厅、省府办公厅粤办发[2000]9 号文中《广东省省属国有企业资产重组总体方案》的规定，将与广东省交通厅、省人大常委会办公厅脱钩的企业及省铁路集团等共 126 户企业合并组建而成，并于 2000 年 6 月 23 日在广东省工商行政管理局注册成立。截至 2012 年 12 月 31 日，广交集团实收资本 268 亿元，广东省国有资产监督管理委员会持有其全部股权。广交集团主要从事公路投资经营、公路运输及物流、工程施工、科研设计监理等四大产业，其中公路投资经营产业是其主导产业。

在公路投资经营方面，广交集团是广东省高速公路投资建设的主体，承担着广东省内绝大部分省际、城际高速公路、等级公路的投资、建设、经营、维护及收费管理业务，受到广东省政府及财政的长期大力支持，具有很强的抗风险能力和良好的发展前景。截至 2012 年年末，广交集团投资建设已通车高速公路里程达 3,497 公里，约占全省高速公路里程的 63%。未来，广交集团仍将承担广东省高速公路投资建设的职责，具有明显的区域性行业垄断优势。

此外，广交集团在公路运输及物流、工程施工、科研设计监理等方面的竞争优势也较为显著。尤其在公路运输及物流方面，核心企业为广东省汽车运输集团有限公司和广东南粤物流股份有限公司，前者是全国首批七家一级汽车客运企业之一，拥有跨境客货运输资质（指粤港澳间）；广东南粤物流股份有限公司拥有国家一级国际货代企业批准证书、进出口企业资格证书、道路运输服务许可证和水路运输服务许可证等资质，是广东省政府认定扶持的第三方物流龙头企业之一。

## 财务表现

从盈利状况来看，受车辆通行费收入和工程施工业务收入下滑影响，2012年广东交通集团共实现营业收入 298.25 亿元（2012年广交集团合并报表范围发生变化），同比下降 3.43%。但得益于公路投资和经营业务高毛利率的支持，广交集团营业毛利率仍保持在较高水平，2012年为 37.50%，主营业务盈利能力仍较强。

从利润总额构成来看，广交集团的利润主要由经营性业务利润和投资收益构成。2012年由于营业收入及投资收益均下降，广交集团仅实现净利润 16.42 亿元，同比下滑 51.43%。

在偿债能力方面，为满足省内公路建设的资金需求，2012年广交集团负债规模继续呈上升趋势，当年末长期债务和总债务分别为 1,116.89 亿元和 1,205.62 亿元。债务规模的上升加大了广交集团的偿债压力，但考虑到省财政等政府部门每年给予其较大的财力支持，广交集团实际偿债压力有所缓解。

表 7：2010~2012 年广交集团部分偿债能力指标

	2010	2011	2012
总债务（亿元）	889.08	1,047.54	1,205.62
资产负债率（%）	69.42	69.59	70.42
总资本化率（%）	63.87	65.48	67.26
长期资本化率（%）	62.29	63.51	65.56
经营净现金流/总债务（X）	0.13	0.12	0.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.98	2.75	2.04
总债务/EBITDA（X）	7.26	6.99	8.69

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

截至 2012 年 12 月 31 日，广交集团银行授信总额达 169.5 亿元，未使用额度 119.5 亿元。

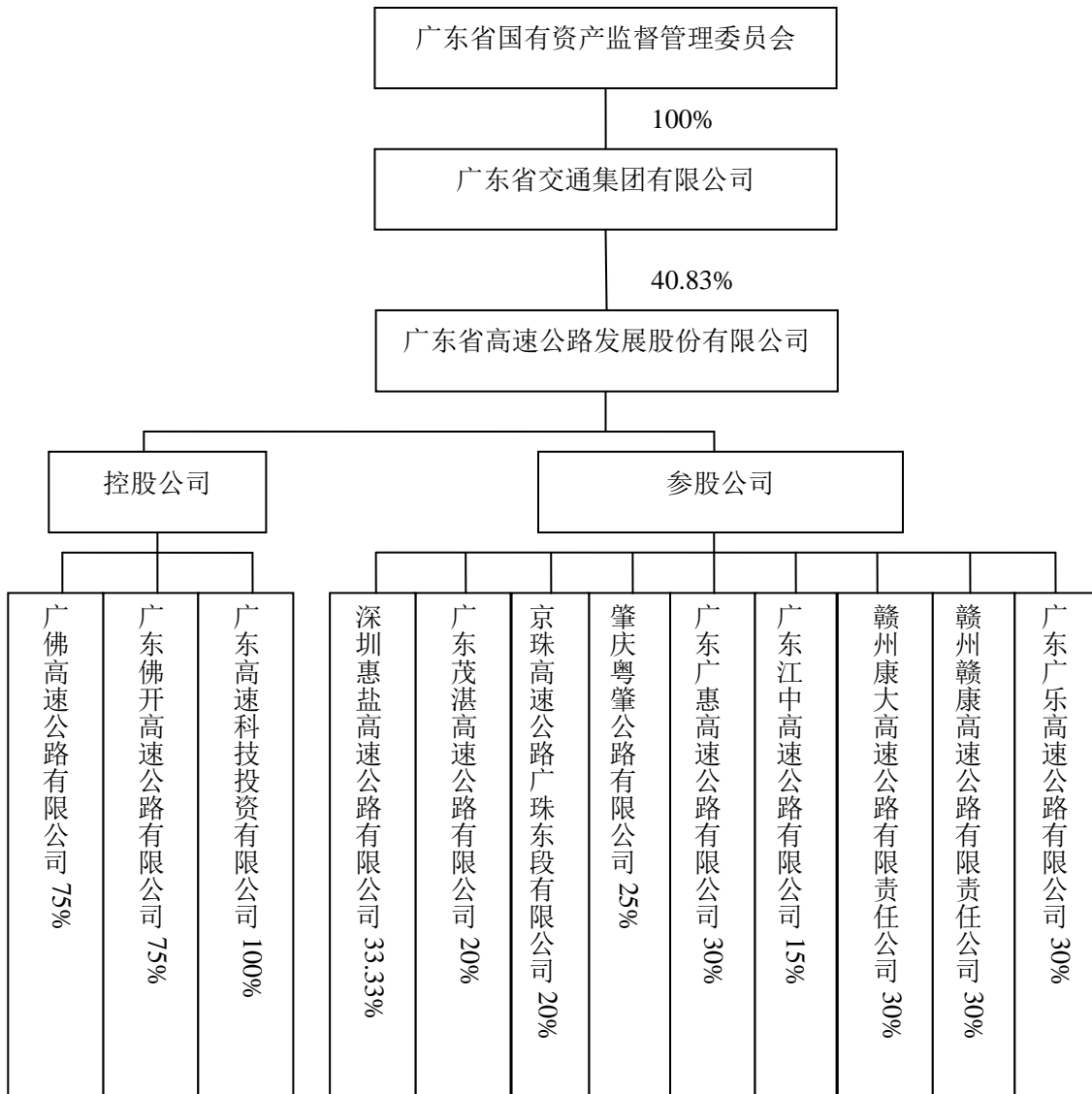
或有负债方面，截至 2012 年末，广交集团对外担保余额总计 24.71 亿元，规模相对较小。集团对外担保中，约 15.20 亿元系对农业银行广东省分行和招商银行广州分行提供的反担保，担保风险极小。其他主要被担保单位系广东冠粤路桥有限公司、广梅汕铁路有限责任公司和广东晶通公路工程建设集团有限公司，合计担保金额 8.94 亿元，因目前经营状况良好，广交集团未来发生代偿的风险也较小。

中诚信证评认为，在公路投资经营和物流业务稳定发展的支持下，广交集团整体经营状况良好。同时，作为广东省公路投资建设和运营主体，国家及省级财政给予广交集团积极财力支持，不仅弥补了其建设资金的不足，同时也有效提升了该公司的信用质量。综合来看，我们认为广东交通集团提供的全额不可撤销的连带责任担保将对本次公司债券按期偿还提供了有力的保障。

## 结 论

中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 **AAA**，维持粤高速主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定。

附一：广东省高速公路发展股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



**附二：广东省高速公路发展股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	25,888.13	101,899.95	79,848.53	131,355.53
应收账款净额	1,804.35	1,772.61	2,205.71	6,385.34
存货净额	27.99	0.00	0.00	0.00
流动资产	50,422.19	131,035.07	95,817.27	146,196.49
长期股权投资	360,026.72	360,948.82	374,661.52	385,951.24
固定资产合计	636,263.45	682,905.16	839,666.08	824,263.33
总资产	1,052,646.41	1,180,242.72	1,315,456.55	1,361,463.22
短期债务	82,700.00	127,567.00	164,703.61	134,277.74
长期债务	436,748.92	510,055.69	515,926.99	606,180.26
总债务(短期债务+长期债务)	519,448.92	637,622.69	680,630.60	740,458.00
总负债	572,648.90	704,667.24	804,210.32	843,126.41
所有者权益(含少数股东权益)	479,997.51	475,575.47	511,246.24	518,336.81
营业总收入	100,221.95	107,804.27	110,571.68	30,968.98
三费前利润	44,852.81	40,901.50	41,573.09	10,396.44
投资收益	34,151.52	34,614.92	33,897.27	7,504.66
净利润	43,833.23	22,387.32	20,118.74	2,698.61
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	90,470.18	85,917.15	93,343.22	30,210.44
经营活动产生现金净流量	59,029.38	62,030.81	62,117.55	14,016.71
投资活动产生现金净流量	-99,801.10	-84,073.81	-84,953.12	-14,497.85
筹资活动产生现金净流量	44,785.77	98,056.77	803.27	51,988.17
现金及现金等价物净增加额	4,012.63	76,011.82	-22,051.42	51,507.00
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	48.28	41.62	41.29	37.08
所有者权益收益率(%)	9.13	4.71	3.94	2.08
EBITDA/营业总收入(%)	90.27	79.70	84.42	97.55
速动比率(X)	0.41	0.72	0.35	0.65
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	0.10	0.09	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.71	0.49	0.38	0.42
经营活动净现金/利息支出(X)	2.22	1.86	1.43	1.26
EBITDA 利息倍数(X)	3.41	2.58	2.15	2.72
总债务/EBITDA(X)	5.74	7.42	7.29	6.13
资产负债率(%)	54.40	59.71	61.14	61.93
总债务/总资本(%)	51.97	57.28	57.11	58.82
长期资本化比率(%)	47.64	51.75	50.23	53.91

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附三：广东省交通集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	836,104.73	1,205,127.08	1,369,864.81
应收账款净额	109,757.53	102,384.47	97,365.10
存货净额	546,798.50	603,016.67	355,902.05
流动资产	2,226,435.33	2,630,375.21	2,525,964.77
长期股权投资	831,837.26	900,473.22	880,420.85
固定资产合计	12,999,103.42	14,171,501.54	15,852,903.52
总资产	16,445,506.36	18,156,112.72	19,842,569.64
短期债务	583,474.92	863,687.70	887,298.42
长期债务	8,307,308.06	9,611,714.92	11,168,921.99
总债务(短期债务+长期债务)	8,890,782.98	10,475,402.63	12,056,220.41
总负债	11,416,407.68	12,634,127.51	13,974,125.74
所有者权益(含少数股东权益)	5,029,098.68	5,521,985.21	5,868,443.91
营业总收入(主营业务收入)	3,308,710.89	3,088,453.74	2,982,464.42
三费前利润	972,060.44	1,040,894.23	999,491.22
投资收益	25,430.42	88,595.32	52,712.23
净利润	301,596.90	338,142.36	164,232.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,225,129.33	1,499,271.96	1,388,042.92
经营活动产生现金净流量	1,136,244.64	1,213,058.45	1,035,254.78
投资活动产生现金净流量	-2,026,162.28	-2,039,403.58	-1,944,195.75
筹资活动产生现金净流量	864,128.98	1,217,031.64	1,076,739.18
现金及现金等价物净增加额	-27,607.90	388,935.97	167,653.18
财务指标	2010	2011	2012
毛利率(%)	32.90	37.60	37.50
所有者权益收益率(%)	6.00	6.12	2.80
EBITDA/主营业务收入(%)	37.03	48.54	46.54
速动比率(X)	0.56	0.70	0.81
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.12	0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	1.95	1.40	1.17
经营活动净现金/利息支出(X)	2.76	2.23	1.52
EBITDA/利息支出(X)	2.98	2.75	2.04
总债务/EBITDA(X)	7.26	6.99	8.69
资产负债率(%)	69.42	69.59	70.42
总资本化比率(%)	63.87	65.48	67.26
长期资本化比率(%)	62.29	63.51	65.56

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。