



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪015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贵公司已发行的“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⁺，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

二零一四年四月十六日

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 (2014)

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	2013/5/17		
上次评级结果	债项级别	AAA	担保主体级别 AAA
	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	担保主体级别 AAA
	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

粤高速	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	47.56	51.12	50.53
总资产(亿元)	118.02	131.55	126.94
总债务(亿元)	63.76	68.06	68.49
营业收入(亿元)	10.78	11.06	13.28
营业毛利率(%)	41.62	41.29	30.45
EBITDA(亿元)	8.59	9.33	11.87
净资产收益率(%)	4.71	3.94	1.98
资产负债率(%)	59.71	61.14	60.20
总债务/EBITDA(X)	7.42	7.29	5.77
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.15	2.70

广交集团	2010	2011	2012	2013.Q3
所有者权益(亿元)	502.91	552.20	586.84	610.37
总资产(亿元)	1,644.55	1,815.61	1,984.26	2,131.43
总债务(亿元)	889.08	1,047.54	1,205.62	1,358.23
营业收入(亿元)	330.87	308.85	298.25	217.24
营业毛利率(%)	32.90	37.60	37.50	37.53
EBITDA(亿元)	122.51	149.93	138.80	135.23
净资产收益率(%)	6.00	6.12	2.80	2.59
资产负债率(%)	69.42	69.59	70.42	71.36
总债务/EBITDA(X)	7.26	6.99	8.69	7.53
EBITDA 利息倍数(X)	2.98	2.75	2.04	1.73

注：广交集团 2013 年第三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

得益于区域经济的稳步增长、路网贯通效应的显现以及佛开高速扩建工程的完工，2013 年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”）控参股路段整体车流量和通行费收入均实现增长。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以及改扩建项目、业务领域拓展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⁺**，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保证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。
- 车流量保持增长。公司大部分控、参股路段运营趋于成熟，随着区域经济的平稳发展，路网贯通的逐步完善，加之佛开高速扩建路段完工通车，公司所辖路产通行能力提高，车流量和通行费收入实现双增长。
- 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 70%，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。

关注

- 收费政策变化对公司经营造成一定影响。高速公路行业政策性较强，广东省统一收费标准及

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

邵津宏 jshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年4月16日

节假日免费通行政策等的实施对公司部分项目的通行费收入造成一定负面影响，且九江大桥取消收费亦反映出公司主业发展面临一定的压力。

- 公司财务杠杆较高。截至 2013 年末，公司资产负债率为 60.20%，在同行业上市公司中处于较高水平，财务结构稳健性有待改善。
- 分流压力。近年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，将对公司高速公路形成一定分流影响。

行业关注

2013 年广东省经济保持稳定增长，汽车保有量增加，为全省高速公路行业发展提供持续动力，高速公路建设投资持续增加

在经济结构不断优化、产业转型升级加快等的带动下，2013 年广东省经济仍稳中有升。全年广东省实现生产总值 62,163.97 亿元，同比增长 8.5%。同时，在外需持续低迷的影响下，广东省经济的外贸依存度有所下降，内生性增长逐渐明显。2013 年全省完成进出口总额 10,915.70 亿美元，同比增长 10.9%，其外贸依存度为 108.7%，延续 2008 年以来的下降态势。

表 1：2013 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）	62,163.97 亿元	8.5%
人均 GDP	54,095 元	8.22%
全社会固定资产投资额	22,858.53 亿元	18.3%
进出口总额	10,915.70 亿美元	10.9%
出口总额	6,364.04 亿美元	10.9%
进口总额	4,551.66 亿美元	11.0%
货物吞吐量	156,373 万吨	11.1%
港口集装箱吞吐量	4,951 万 TEU	4.0%

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

随着近年来城镇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。截至 2013 年末，其民用汽车保有量为 1,177.26 万辆，较上年末增长 13.4%；公路通车里程 20.29 万公里，其中高速公路里程 5,703 公里，同比增长 4.1%，增速较上年的 9.4% 有所下降。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。

近年来，广东省经济增长的内生性逐渐增强，有效缓和了外部经济环境对广东省产生的压力，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。长期来看，城市化进程的推进，汽车保有量的持续增长，仍能支撑高速公路行业长期发展。同时，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发展空间。

高速公路行业政策性较强，统一收费及节假日免费通行政策对收费公路企业的经营造成一定影响，后续政策的调整和实施情况应加以关注

近年来，高速公路行业也面临政策收紧的压力，国家及地方政府陆续出台政策或管理措施，对高速公路企业的通行费收入产生一定影响。

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；对于收费标准因此调高的路段按广东省交通部门的要求于 2012 年 8 月 3 日恢复原收费标准（以下简称“统一方案”）。统一方案的实施对省内部分高速公路造成一定的负面影响。

此外，根据 2012 年 9 月 18 日发布的《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》，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）免费通行。同时，自 2010 年 12 月起，国内高速公路项目均须执行绿色通道免费政策，对合法装载鲜活农产品的运输车辆免收车辆通行费。

2013 年 5 月 8 日交通部公布《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》，对原管理条例在收费标准、免费政策补偿、期满后处理等方面作了修订，其中部分条款对收费公路企业也产生正面影响。例如：1) 国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿；2) 高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据规定重新核定；3) 车辆通行费收费标准可根据交通流量、当地物价指数变化情况等因素适时予以调整。总体来讲，修改条例旨在维

护行业稳定发展，对于公路行业整体影响较为正面，但仍应对后续政策变动和落实情况加以关注。

整体来看，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具有较大影响。但相关政策的实施或调整将进一步规范高速公路企业的经营管理行为，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 2013 年末，广东省已经建成了广珠城际、广佛地铁 2 条线路，在建项目为广清、穗莞深、莞惠广佛肇城、肇高南城际轨道交通和广佛环线 5 个城际轨道交通项目。另外，佛莞线、深惠线等多条新线也将陆续开建。

此外，根据《珠江三角洲地区城际轨道交通网规划（2009 年修订）》，2015 年前，广东省将建成 1,000 公里的以广州、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 2013 年末，公司控参股 11 条收费公路、1 座大桥，路桥合计 949.38 公里，其中权益里程 304.19 公里。受益于佛开高速扩建工程完工车流量恢复性增长，2013 年公司实现营业收入 13.28 亿元，同比增长 20.06%，增速较 2012 年大幅提高 17.49 个百分点。从构成来看，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。此外，参股路段的投资收益亦构成公司利润的重要来源（表 2）。2013 年，公司实现投资收益 4.76 亿元，同比增长 40.31%。

表 2：2011~2013 年公司通行费收入及投资收益情况

单位：万元

	2011	2012	2013	
通行费	收入	105,717	107,399	129,532
	收入占比	98.91%	97.13%	97.58%
	同比增幅	7.11%	1.59%	20.61%
投资收益	收益	34,615	33,897	47,560
	同比增幅	1.36%	-2.07%	40.31%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

尽管公司受收费政策及九江大桥取消收费影响，但得益于佛开高速扩建工程完工车流量恢复增长，公司通行费收入大幅提高

截至 2013 年末，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。广佛高速、佛开高速为国家高速公路路网规划“五纵七横”的组成部分，两条控股路段运营趋于成熟，为公司通行费收入的主要来源。截至 2013 年末，公司控股路产通行费收入共计 12.95 亿元，较上年增长 20.61%。

分路段来看，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。2013 年，受益于扩建路段完工恢复通车，佛开高速车流量实现恢复性增长，全年车流量同比大幅增长 30.72% 至 3,546 万辆，实现通行费收入 97,949 万元，同比增长 34.90%。值得关注的是，2014 年 1 月，广东省人民政府同意核定佛开高速公路谢边至三堡段改扩建项目收费期限从建成通车之日起至 2036 年 3 月 14 日止，改扩建路段的收费较有保障。

广佛高速区位优势明显，车流量较大。2013 年区域经济平稳发展，加之 2012 年底佛开高速扩建工程完工通车，促使广佛高速车流量保持增长。2013 年广佛高速车流量 4,167 万辆，增幅为 11.97%。尽管受统一方案、节假日免费通行等政策影响，但

得益于车流量的增长，全年其通行费收入为 31,101 万元，同比增长 6.07%，每公里年收益提高至 1,981 万元，处于较高水平。

此外，公司还控股九江大桥，2013 年 1~6 月，九江大桥车流量为 30 万辆，同比下降 91.38%，通行费收入较上年下降 91.20% 至 481.18 万元。根据广东省交通运输厅《关于加快推进我省收费公路专项清理工作有关事项的通知》（粤交明电【2013】56 号）文要求，九江大桥自 2013 年 6 月 30 日 24 时起停止收费。考虑到取消收费后九江大桥相关资产不再由公司拥有或控制，亦不会给公司带来经济利益，公司在 2013 年末将其相关资产约 1.59 亿元列入营业外支出。该资产处置预计减少公司 2013 年归属于母公司所有者的净利润约 0.9 亿元。若后续九江大桥终止收费的资产获得利益补偿，公司则将其计入所属年度公司的净利润。政府取消收费一定程度上也反映出公司主业发展空间也面临一定的局限。

表 3：2011~2013 年公司控股路桥收益情况

单位：万元、万元/公里/年

路段	2011	2012	2013
通行费	30,045	29,315	31,101
广佛高速			
同比增幅	8.48%	-2.43%	6.07%
每公里年收益	1,914	1,867	1,981
收入占比	28.42%	26.52%	23.43%
佛开高速			
通行费	70,215	72,608	97,949
同比增幅	5.39%	3.41%	34.90%
每公里年收益	880	910	1,228
收入占比	66.42%	65.67%	73.78%
九江大桥			
通行费	5,341	5,470	-
同比增幅	17.84%	2.41%	-
收入占比	5.05%	4.95%	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，广佛高速运营较稳定，随着佛开高速改扩建路段的完工，公司运营能力明显提升，同时改扩建路段通行费率的提高也增强公司的盈利能力。长期看，优越的地理位置和平稳增长的区域经济为公司的发展提供重要支持，且路网贯通效应的日益显现，有利于促进公司经营的高速公路车流量保持稳健增长。但高速公路行业政策性较强，陆续出台的单项政策或管理措施，依然对公司的经营

带来压力。

凭借较好的地理位置以及路网络局的有益变化，公司主要参股路段交通量实现增长，投资收益对公司利润仍形成重要补充

截至 2013 年末，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。受专项清理及费率调整影响，惠盐高速、京珠高速广珠段、江中高速增流不增收，但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，其总体运营状况较上年有所改善。

表 4：2011~2013 年公司主要参股公路收益情况

单位：万元、万元/公里/年

路段	2011	2012	2013
京珠高速广珠东段			
通行费	114,759	100,033	93,460
同比增幅	-1.96%	-12.83%	-6.57%
每公里年收益	1,839	1,603	1,498
惠盐高速深圳段			
通行费	28,126	24,504	22,793
同比增幅	-10.40%	-12.88%	-6.98%
每公里年收益	896	780	726
广惠高速			
通行费	143,652	123,407	134,866
同比增幅	-5.29%	-14.09%	9.29%
每公里年收益	938	806	880
广肇高速			
通行费	37,789	42,877	47,495
同比增幅	33.32%	13.47%	10.77%
每公里年收益	728	826	914
茂湛高速			
通行费	42,036	44,514	43,392
同比增幅	6.29%	5.90%	6.32%
每公里年收益	398	422	411
江中高速			
通行费	35,535	34,095	33,742
同比增幅	11.91%	-4.05%	-1.04%
每公里年收益	858	824	815
康大高速			
通行费	16,469	18,990	22,203
同比增幅	327.39%	15.31%	16.92%
每公里年收益	291	335	392
赣康高速			
通行费	9,809	12,200	16,888
同比增幅	317.50%	24.37%	38.42%
每公里年收益	186	231	320

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，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，是公司参股公路中车流量最大的路段。京珠高速广珠西段通车使京珠高速广珠东段车流量恢复增长，2013年其车流量同比增长7.25%，增速较上年有所提高。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6.57%至93,460万元。

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18年，运营成熟，通行费收入和每公里年收益稳定性较强。2013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11.17%，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6.98%至22,793万元。

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。受周边路网形成的诱增影响，2013年其车流量同比增长15.97%，通行费收入增长9.29%至134,866万元，为公司通行费收入最高的路段。

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上涨。2013年广肇高速整体车流量同比上涨16.97%，通行费收入同比增长10.77%。

茂湛高速连接茂名和湛江，全长105.6公里。2013年1~11月该路段车流量自然增长，实现通行费收入43,392万元，同比增长6.32%。但值得关注的是，虽然茂湛公司已开始盈利，但存在累计亏损，无法进行分红，且公司逐步优化资产结构，故2013年11月22日，公司将持有茂湛公司20%的股权以31,872.57万元的价格转让给广州新粤沥青有限公司，股权转让手续已完毕。这也有助于提高公司现金回报和盈利能力。

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。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，2013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33,742万元，同比略降1.04%。

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。2013年受韶赣高速通车及路网形成的诱增影响，其车流量同比增长29.39%，通行费收入同比上升16.92%至22,203万元，但其通行车流量仍较少。

赣康高速于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。2013年受益于隘瑞高速瑞金南枢纽互通开通，赣康高速车流量和通行费均大幅上升。全年通行费收入16,888万元，同比增长38.42%。

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，于2009年12月开工，计划于2014年10月通车，路段区位优势较强。2009年9月，公司参股了广乐高速公路建设项目，持有该合作项目公司30%的股权，截至2013年末，公司累计投资7.30亿元。但为了逐步清理低效参股投资，进一步优化资产结构，提高盈利能力，公司缩减对广东广乐高速公路有限公司的投资规模，将所持广乐项目股权由30%调减至9%。

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，根据其2013年12月31日收盘价2.66元计算，其期末公允价值为6.26亿元。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，公司参股路段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，随着路网效益的进一步体现，参股路段仍能为公司带来一定的投资收益，短期内投资收益仍将对公司利润起补充作用。虽然公司逐渐退出低效参股投资，旨在提高盈利能力，但收费政策变化以及受限于行业特性仍给公司带来一定的经营压力。

财务分析

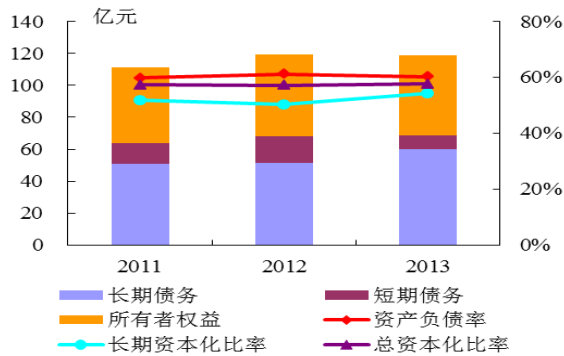
以下分析主要基于粤高速提供的经广东正中

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 2011~2013 年度合并财务报告。其中, 2011 年、2012 年数据分别采用 2012、2013 年财务报表的期初重列数。

资本结构

虽然公司近年来经营效益较好, 经营所得逐年留存, 自有资本实力不断增强。但佛开高速扩建以及投资小额贷款公司致使其资本支出需求较大, 公司负债水平较高。截至 2013 年末, 公司总资产和总负债分别为 126.94 亿元和 76.42 亿元, 同比分别下降 3.50% 和 4.98%。同期, 其资产负债率略降至 60.20%, 但仍处于较高水平。

图 1: 2011~2013 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: 2013 年主要高速公路上市公司资本结构指标

名称	总资产(亿元)	资产负债率(%)
山东高速	312.86	46.87
宁沪高速	258.49	25.10
赣粤高速	256.34	52.60
深高速	228.40	50.79
四川成渝	193.38	51.89
粤高速 A	126.94	60.20
现代投资	114.41	61.67
皖通高速	113.34	35.31
重庆路桥	53.66	60.99
东莞控股	52.45	30.48
楚天高速	37.57	69.90
福建高速	192.11	51.91
平均值	161.66	49.81
中位数	159.53	51.90

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从债务结构来看, 由于 2013 年末短期借款已全部偿还, 公司当年短期债务规模同比大幅下滑 47.92% 至 8.58 亿元。同时, 长期债务较上年增长

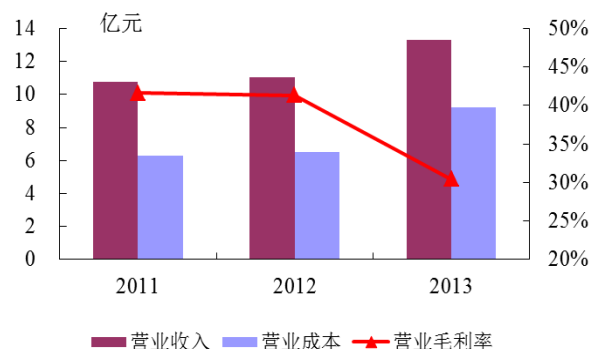
16.12% 至 59.91 亿元, 其长短期债务比下降至 0.14, 债务期限结构得到进一步优化。考虑到高速公路行业具有前期投入大、资本回收期长的特点, 公司现有债务期限结构与其业务发展阶段相匹配, 为未来业务发展提供了较好的财务保障。

总体来看, 公司债务期限结构安排较为合理, 但债务水平相对较高, 财务结构稳健性欠缺。同时, 考虑到公司将加强金融类项目的投资, 产业进一步多元化发展, 未来公司仍具有一定的资金需求。

盈利能力

2013 年得益于通行费收入的大幅增长, 公司营业总收入为 13.28 亿元, 同比上涨 20.06%。但由于佛开高速扩建工程完工、车流量增长导致折旧大幅增加, 当期营业成本同比上升 42.24%, 致使毛利率从去年的 41.29% 下降至 30.45%, 毛利率处于行业较低水平。

图 2: 2011~2013 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

表 6: 2013 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入(亿元)	毛利率(%)
山东高速	58.31	66.37
宁沪高速	76.14	51.48
赣粤高速	39.13	44.67
深高速	32.79	53.46
四川成渝	71.35	28.83
粤高速 A	13.28	30.45
现代投资	17.54	61.20
皖通高速	23.30	61.47
重庆路桥	3.35	89.16
东莞控股	7.65	64.88
楚天高速	10.11	63.33
福建高速	26.25	66.94
平均值	31.60	56.85
中位数	24.78	61.34

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

期间费用方面，由于 2013 年佛开高速扩建工程完工部分借款利息费用化，导致财务费用同比上升 41.08% 至 4.29 亿元。同期管理费用同比下降 3.16% 至 1.83 亿元。全年公司期间费用合计为 6.12 亿元，较上年增加较多，三费收入占比为 46.12%，大幅吞噬了公司的利润空间，期间费用控制能力有待提高。

公司的利润总额主要体现于投资收益，利润总额较上年大幅下降 69.37%。虽然 2013 年公司取得投资收益 4.76 亿元，同比增长 40.31%。但当年公司折旧、财务费用支出等大幅增加，公司收入规模难以覆盖成本及支出，致使当年经营性业务亏损 2.57 亿元。在经营性业务大额亏损的影响下，公司当年最终取得净利润 1 亿元，较上年减少 50.27%，盈利水平有所下降。

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。2013 年公司折旧和利息支出大幅增加，EBITDA 上升至 11.87 亿元，同比增长 27.21%。另外，由于通行费收入均以现金方式收取，公司经营性现金流较为充沛。2013 年公司经营性净现金流为 7.57 亿元，同比增长 21.94%。

综合而言，虽然 2013 年公司收入规模扩大，但折旧成本和财务费用大幅上升，致使盈利空间被大幅侵蚀，公司盈利水平有所下滑。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行业政策等影响仍面临一定的不确定性。

偿债能力

随着公司业务多元化发展，其资本性支出增加，近年来公司债务规模呈上升趋势。截至 2013 年末，公司总债务 68.49 亿元，其中长期债务占比为 87.48%。鉴于公司债务期限结构安排较为合理，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。

从偿债能力指标看，2013 年在 EBITDA 规模上升的带动下，公司总债务/EBITDA 下降至 5.77。且 EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所提高，当年

EBITDA 利息倍数较上年略升至 2.70 倍。此外，受益于经营性净现金流增长，其对当期债务的覆盖程度有所提高，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 0.11 倍和 1.72 倍。总体来看，公司主要偿债指标仍保持在合理水平。

表 7：2011~2013 公司主要财务能力指标

	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	12.76	16.47	8.58
长期债务（亿元）	51.01	51.59	59.91
长短期债务比	0.25	0.32	0.14
总债务（亿元）	63.76	68.06	68.49
经营性净现金流（亿元）	6.20	6.21	7.57
经营净现金流/短期债务（X）	0.49	0.38	0.88
经营净现金流/总债务（X）	0.10	0.09	0.11
EBITDA（亿元）	8.59	9.33	11.87
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.29	5.77
EBITDA 利息倍数（X）	2.58	2.15	2.70

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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 2013 年 12 月 31 日，公司已获得招商银行、平安银行共计 6 亿元的授信额度，尚有 2.5 亿元额度未使用，公司仍具有一定的备用流动性。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司累计对外担保余额 15 亿元，系向广东省交通集团有限公司（简称“广交集团”）提供的反担保，占公司净资产的 35.39%，鉴于广交集团实际控制人为广东省政府，且综合实力极强，或有风险极小。

综合而言，尽管公司债务水平偏高，盈利能力较弱，但债务期限结构较为合理，且 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出形成一定保障，公司仍具有很强的偿债能力。长期来看，公司控股路段车流量有望稳中有升，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。与此同时，我们也将持续关注收费政策变化等因素对公司偿债能力的影响。

担保实力

广交集团成立于 2000 年 6 月 23 日，由广东省国有资产监督管理委员会全资控股。作为广东省高

速公路最重要的建设和经营主体，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。截至 2013 年 3 季度末，广交集团实收资本 268 亿元，资产总额 2,131.43 亿元。

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，具有极强的抗风险能力和良好的发展前景。截至 2013 年年末，广交集团投资建设已通车高速公路里程达 3,620 公里，约占全省高速公路里程的 70%，较上年进一步提高。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，广交集团下属从事公路运输及物流业务的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，受车辆通行费收入增长等影响，2013 年 1~9 月份，广交集团共实现营业收入 217.24 亿元，同比上升 1.56%。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，截至 2013 年 3 季度末，其毛利率为 37.53%，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。截至 2013 年 3 季度，由于营业成本上升，且投资收益有所下降，广交集团实现净利润 11.86 亿元，同比下滑 15.86%。

在偿债能力方面，为满足省内公路建设的资金需求，近年来广交集团负债规模继续呈上升趋势，

截至 2013 年 3 季度末，长期债务和总债务分别为 1,303.64 亿元和 1,358.23 亿元。尽管债务规模的上升加大了广交集团的偿债压力，但考虑到广东省政府每年给予其较大的财力支持，且其外部融资渠道较通畅，广交集团实际偿债风险可控。

表 8：2011~2013.Q3 广交集团部分偿债能力指标

	2011	2012	2013.Q3
总债务（亿元）	1,047.54	1,205.62	1,358.23
资产负债率（%）	69.59	70.42	71.36
总资本化率（%）	65.48	67.26	68.99
长期资本化率（%）	63.51	65.56	68.11
经营净现金流/总债务（X）	0.12	0.09	0.04
EBITDA 利息倍数（X）	2.75	2.04	1.73
总债务/EBITDA（X）	6.99	8.69	7.53

数据来源：公司提供、中诚信证评整理

财务弹性方面，广交集团融资渠道顺畅，与多家银行保持稳定的银企关系。截至 2013 年末，广交集团已获得招商银行、农业银行、中信银行、工商银行等多家银行共计 157.50 亿元的授信额度，尚有 157.45 亿元额度未使用，具备充足的流动性。

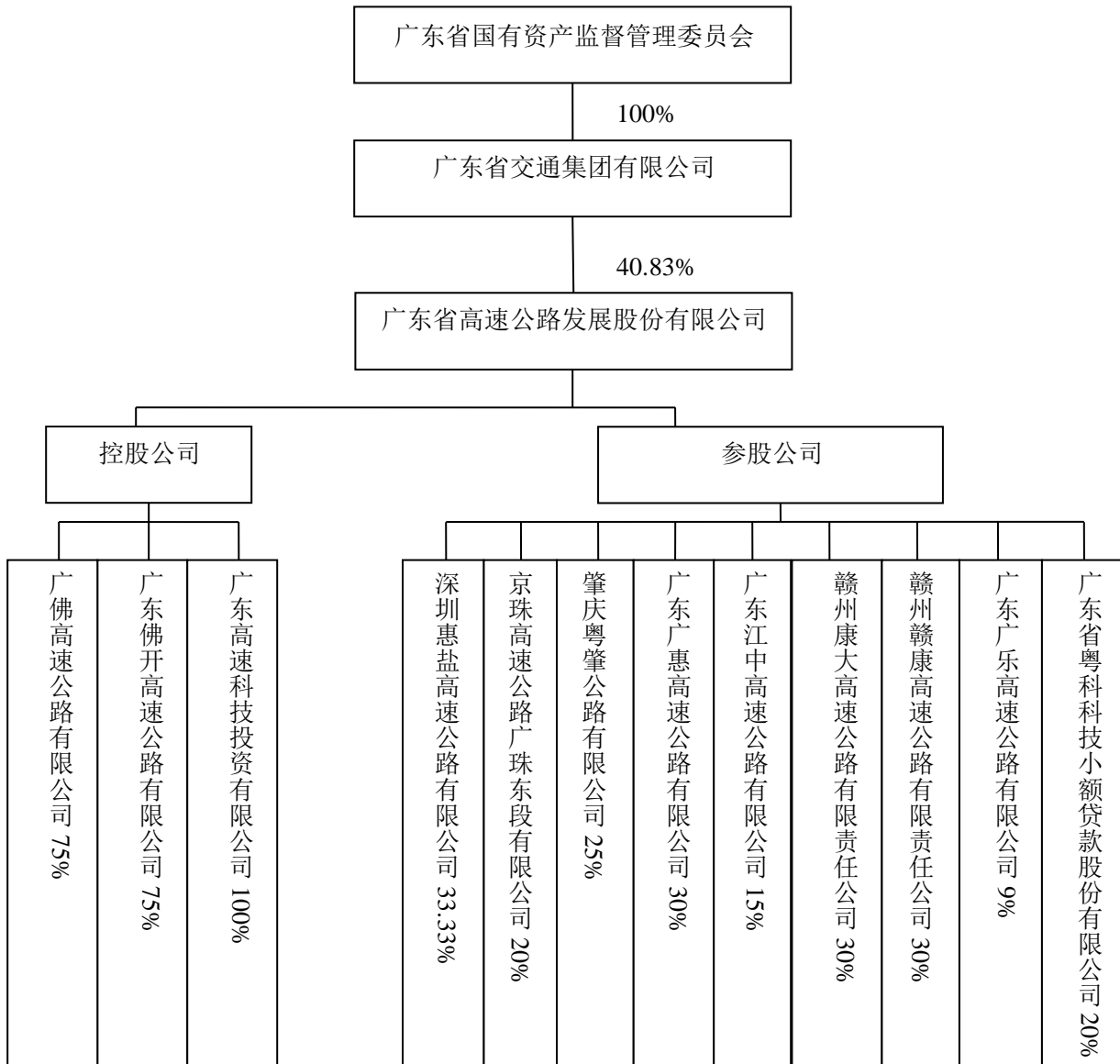
或有负债方面，截至 2013 年末，广交集团对外担保余额总计 16.93 亿元，规模相对较小。集团对外担保中，约 15.20 亿元系对农业银行广东省分行和招商银行广州分行提供的反担保，担保风险很小。其他主要被担保单位系广东冠粤路桥有限公司、广梅汕铁路有限责任公司和广东晶通公路工程建设集团有限公司等，合计担保金额 1.73 亿元，因被担保企业目前经营状况良好，广交集团未来发生代偿的风险也较小。

中诚信证评认为，目前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的财力支持，不仅弥补了其建设资金的不足，同时也有效提升其信用质量。综合来看，我们认为广交集团提供的全额不可撤销的连带责任保证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⁺，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 2013 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)	2011	2012	2013
货币资金	101,899.95	79,848.53	97,646.87
应收账款净额	1,772.61	2,205.71	2,789.84
存货净额	0.00	0.00	0.00
流动资产	131,035.07	95,817.27	105,677.86
长期股权投资	360,948.82	374,661.52	386,741.56
固定资产合计	682,905.16	839,666.08	770,988.60
总资产	1,180,242.72	1,315,456.55	1,269,447.55
短期债务	127,567.00	164,703.61	85,775.73
长期债务	510,055.69	515,926.99	599,076.13
总债务(短期债务+长期债务)	637,622.69	680,630.60	684,851.86
总负债	704,667.24	804,210.32	764,173.11
所有者权益(含少数股东权益)	475,575.47	511,246.24	505,274.44
营业总收入	107,804.27	110,571.68	132,750.61
三费前利润	40,901.50	41,573.09	35,479.69
投资收益	34,614.92	33,897.27	47,559.71
净利润	22,387.32	20,118.74	10,005.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	85,917.15	93,343.22	118,744.75
经营活动产生现金净流量	62,030.81	62,117.55	75,745.18
投资活动产生现金净流量	-84,073.81	-84,953.12	-12,974.12
筹资活动产生现金净流量	98,056.77	803.27	-44,996.32
现金及现金等价物净增加额	76,011.82	-22,051.42	17,798.34
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	41.62	41.29	30.45
所有者权益收益率(%)	4.71	3.94	1.98
EBITDA/营业总收入(%)	79.70	84.42	89.45
速动比率(X)	0.72	0.35	0.69
经营活动净现金/总债务(X)	0.10	0.09	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	0.49	0.38	0.88
经营活动净现金/利息支出(X)	1.86	1.43	1.72
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.15	2.70
总债务/EBITDA(X)	7.42	7.29	5.77
资产负债率(%)	59.71	61.14	60.20
总债务/总资本(%)	57.28	57.11	57.54
长期资本化比率(%)	51.75	50.23	54.25

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	2013.Q3
货币资金	836,104.73	1,205,127.08	1,369,864.81	1,189,663.41
应收账款净额	109,757.53	102,384.47	97,365.10	137,714.86
存货净额	546,798.50	603,016.67	355,902.05	388,715.13
流动资产	2,226,435.33	2,630,375.21	2,525,964.77	2,595,728.95
长期股权投资	831,837.26	900,473.22	880,420.85	888,453.55
固定资产合计	12,999,103.42	14,171,501.54	15,852,903.52	17,340,823.87
总资产	16,445,506.36	18,156,112.72	19,842,569.64	21,314,323.13
短期债务	583,474.92	863,687.70	887,298.42	545,939.22
长期债务	8,307,308.06	9,611,714.92	11,168,921.99	13,036,359.80
总债务(短期债务+长期债务)	8,890,782.98	10,475,402.63	12,056,220.41	13,582,299.03
总负债	11,416,407.68	12,634,127.51	13,974,125.74	15,210,612.15
所有者权益(含少数股东权益)	5,029,098.68	5,521,985.21	5,868,443.91	6,103,710.98
营业总收入(主营业务收入)	3,308,710.89	3,088,453.74	2,982,464.42	2,172,386.93
三费前利润	972,060.44	1,040,894.23	999,491.22	741,691.38
投资收益	25,430.42	88,595.32	52,712.23	27,566.86
净利润	301,596.90	338,142.36	164,232.20	118,570.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,225,129.33	1,499,271.96	1,388,042.92	0.00
经营活动产生现金净流量	1,136,244.64	1,213,058.45	1,035,254.78	595,132.12
投资活动产生现金净流量	-2,026,162.28	-2,039,403.58	-1,944,195.75	-1,790,420.31
筹资活动产生现金净流量	864,128.98	1,217,031.64	1,076,739.18	1,015,941.21
现金及现金等价物净增加额	-27,607.90	388,935.97	167,653.18	-180,201.40
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q3
毛利率(%)	32.90	37.60	37.50	37.53
所有者权益收益率(%)	6.00	6.12	2.80	2.59
EBITDA/主营业务收入(%)	37.03	48.54	46.54	0.00
速动比率(X)	0.56	0.70	0.81	1.08
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.12	0.09	0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	1.95	1.40	1.17	1.45
经营活动净现金/利息支出(X)	2.76	2.23	1.52	0.76
EBITDA/利息支出(X)	2.98	2.75	2.04	1.73
总债务/EBITDA(X)	7.26	6.99	8.69	7.53
资产负债率(%)	69.42	69.59	70.42	71.36
总资本化比率(%)	63.87	65.48	67.26	68.99
长期资本化比率(%)	62.29	63.51	65.56	68.11

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。