



中诚信证评  
CCXR

# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪013号

## 深圳高速公路股份有限公司：

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“深圳高速公路股份有限公司2011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，上调公司主体信用等级至AAA，评级展望为稳定；上调“深圳高速公路股份有限公司2011年公司债券”信用等级至AAA。

特此通告。





## 深圳高速公路股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	深圳高速公路股份有限公司		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	2011/07/27-2016/07/27		
上次评级时间	2015/04/09		
上次评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望 稳定	

## 概况数据

深高速	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	112.39	131.20	149.61
总资产（亿元）	228.40	243.29	316.71
总债务（亿元）	94.17	82.35	67.28
营业收入（亿元）	32.79	36.20	34.21
营业毛利率（%）	53.46	52.90	50.92
EBITDA（亿元）	24.58	44.75	30.56
净资产收益率（%）	6.68	17.31	9.99
资产负债率（%）	50.79	46.07	52.76
总债务/EBITDA（X）	3.83	1.84	2.20
EBITDA 利息倍数（X）	4.10	8.52	6.25

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”或“公司”）在区域经济平稳增长、路网贯通效应逐步显现以及总交通量上升等作用下，2015年通行费收入实现增长。同时，合并范围的扩大使得公司新增工程咨询业务收入，形成新的利润来源。但是，中诚信证评也关注到收费调整对公司主业发展造成的影响、项目投资及改扩建带来的资本支出压力、路网格局分布变化以及珠三角城际和深圳城市轨道交通建设的加快对公司车流量的分流效应等因素对信用水平的影响。

中诚信证评上调深高速主体信用级别至AAA，评级展望为稳定；上调“深圳高速公路股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别至 AAA。

## 正面

- 良好的外部经营环境。2015 年广东省和深圳市经济平稳运行，全年 GDP 同比回升 8.0% 和 8.9%，为公司业务经营提供较好的支持。
- 所辖路产区位优势明显，规模优势突出。公司控股参股路段具有较好的地理位置，且权益里程数规模较大，随着各路产运营日趋成熟且路网贯通效应日益显现，公司通行能力提升，为其长期发展提供支撑。
- 新业务的开拓提供新的盈利增长点。公司围绕主业，积极并审慎地开拓新业务类型，2015 年新增的工程咨询业务全年实现收入 1.91 亿元，当期毛利率为 25.14%，构成公司新的收入及利润来源。
- 路产区域分布多元化分布。截至 2016 年 3 月末，公司经营和投资的公路项目共 16 个，其中 8 个公路项目分布在除深圳市外的广东省其他地区以及湖南、湖北等其他省份，路产多元化的区域分布有利于规避单一公路和单一区域的经营风险。

## 分析师

徐 鑫 lixu@ccxr.com.cn  
郭世琨 twinkie92@ccxr.com.cn  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 13 日

## 关注

- 大额的资本性支出需求。公司近年资本性支出计划主要包括对外环项目投资、梅观高速改扩建等项目的工程结算款、附属营运路段路产机电设备投资以及对联营企业的计划投资，2016-2018年资本性支出总额约为78.77亿元，面临较高的资本性支出需求。
- 分流影响依然存在。路网格局的变化、珠三角城际轨道交通和深圳城市轨道交通建设的加快，对公司经营高速公路的车流和通行费收入造成一定分流压力。
- 公司主营业务发展压力上升。南光高速、盐排高速和盐坝高速三项目进行收费调整并移交资产，虽然政府制定了合理的补偿政策，但取消收费和资产转移仍反映出公司主业发展面临一定压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 行业分析

**2015年广东及深圳地区经济维持平稳运行，投资规模保持稳定增长，为高速公路行业发展提供有效支撑**

广东省是我国经济最发达的省份之一，也是华南地区经济发展的龙头。广东省经济长期保持着较高的增长速度，带动了地区交通运输需求的增加，公路旅客周转量以及公路货物周转量持续增长。2015年全省实现地区生产总值（GDP）72,812.55亿元，比上年增长8.0%；全年旅客运输周转量和货物运输周转量分别为4,320.38亿人公里以及15,130.69亿吨公里，分别同比增长8.9%和0.7%。

**表1：2015年广东省交通运输方式比较**

运输方式	旅客周转量 (亿人公里)	同比增长 (%)	货物周转量 (亿吨公里)	同比增长 (%)
铁路	747.07	11.4	254.05	-7.6
公路	1,769.61	8.6	3,454.99	11.0
水路	10.50	-1.6	11,190.91	-1.9
民航	1,793.20	8.3	56.44	10.5
管道	-	-	174.30	0.5
<b>合计</b>	<b>4,320.38</b>	<b>8.9</b>	<b>15,130.69*</b>	<b>0.7</b>

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

据《广东省高速公路网规划（2013-2030）环境影响报告书》和《广东省普通省道网规划（2013-2030年）环境影响报告书》，广东省高速公路的规划布局以“十纵五横两环”为主骨架，以53条加密联络线为补充，形成以珠三角地区为核心，以沿海为扇面，以主要城市（港口）为龙头，向粤北山区和内陆省（区）辐射的高速公路网络。该规划布局总规模约1.15万公里，其中珠三角地区约5,500公里。根据广东省政府2013~2017年高速公路建设计划，2015年广东省全省高速公路通车里程要达到6,290公里，2016年目标6,840公里，2017年8,140公里。

根据深圳市统计局数据显示，经初步核算2015年深圳市生产总值17,502.99亿元，比2014年增长8.9%。其中，第一产业增加值5.66亿元，下降1.7%；第二产业增加值7,205.53亿元，增长7.3%；第三产业增加值10,291.80亿元，增长10.2%。第三产业比重持续提升，二、三产业结构持续调整，2015年二、三产业结构由上年的42.6: 57.4调整为41.2: 58.8。人均生产总值162,383.47元/人，增长8.6%。

固定资产投资方面，2015年全年完成固定资产投资额3,298.31亿元，比上年增长21.4%，增速自1999年以来连续17年创新高，分别高出全国和全省11.4和5.6个百分点，其中城市更新改造投资573.02亿元，增长43.1%，占固定资产投资比重17.4%，同比提高2.7个百分点。

交通运输方面，2015年全年深圳市完成货物运输总量29,339.92万吨，比上年增长10.52%；货物运输周转量2,047.71亿吨公里，减少5.59%，其中公路运输货物周转量为295.29，同比增长7.61%。2015年深圳全市民用汽车拥有量超320万辆。

社会消费方面，2015年全市社会消费品零售总额5,017.84亿元，增长2.0%（扣除汽车限购一次性政策因素后社会消费品零售总额4,429.61亿元，增长9.7%），其中限额以上社会消费品零售总额3,436.35亿元，下降4.5%。

总体来看，广东省经济实力较强，交通运输需求稳定，高速公路建设投资快速增长。同时，作为经济发达经济特区，深圳市经济发展及投资规模保持稳定增长，物价水平平稳上升，全民生活水平有所提升，有利于深圳市高速公路企业运营业绩实现增长。

**国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策，行业面临一定的政策风险**

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，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势，2014年全年为7.2%，略低于全国GDP增速。

表 2：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施时间	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01	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	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	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	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	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》修订征求意见稿	2015.07	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、直辖市人民政府；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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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、直辖市人民政府实行统一举债、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、直辖市人民政府，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。

此次《条例》修订稿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，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。

### 铁路以及珠三角地区轨道交通的建设加快，对未来高速公路形成一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流

作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。“十二五”期间，我国铁路基本建设投资安排 2.8 万亿元，至 2015 年末全国铁路营业里程达 12 万公里。截至 2014 年末，我国铁路营业里程已达 11.18 万公里，同比增加 8.44%；全年铁路旅客发送量为 23.57 亿人，同比增长 11.92%；全年货物发送量为 38.13 亿吨。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

此外，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 2014 年末，广东省已经建成了广珠城际、广佛地铁 2 条线路，在建项目为广清城际、广佛环线等 6 个。根据《珠三角城际轨道交通网规划实施方案》，到 2020 年，广东省将建成 1,430 公里的 16 条城际轨交线路，形成以广州为中心，连通区域内所有地级市和主要城镇的呈“三环八射”状分布的轨道交通网络。但是，珠三角城际轨道交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高，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，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

深圳地铁方面，根据《深圳市轨道交通规划（2007-2030）》，未来将构建包含 16 条线的城市轨道交通网络，线路规模约 597 公里，截至 2014 年末，深圳地铁共有 5 条线路，运营线路总长 178 公里。而目前深圳地铁三期工程的五条线路已开始建设，其总长约 170 公里，计划于 2016 年底开通，届时开通线路将达到 10 条，通车里程达 348 公里。据预测，2016 年深圳市轨道交通承担客运量占公共交通客运量的比重将达到 38%，地铁建成通车亦将对深圳市高速公路造成一定的分流影响。

## 业务运营

截至 2016 年 3 月末，公司经营和投资的公路项目共 16 个，收费里程为 687 公里，按权益比例折算约 416 公里。2015 年受委托管理服务收入减少的影响，公司全年实现营业收入 34.21 亿元，同比下降 5.52%。从业务构成来看，2015 年公司通行费收入

在上年基础上小幅增长，占总收入的比重为 88.12%，较上年增长了 5.04 个百分点，系公司主要收入来源。同时，随着合并范围的扩大，公司当年新增工程咨询业务，全年取得收入 1.91 亿元，业务占比达到 5.60%，系公司除主营业务以外的重要补充。公司委托管理服务收入下降，业务占比由上年的 13.91% 下降至 2.77%，广告及其他业务收入占比较低。此外，公司来自参股路段的投资收益亦为公司主要的利润来源，2015 年公司实现投资收益 11.55 亿元，投资收益大幅增加的主要原因系对新纳入合并范围的公司在购买日之前持有的股权按公允价值重新计量，增加投资收益 9.04 亿元。

表 3：2013~2015 年公司营业收入及投资收益情况

		2013	2014	2015
收费公路	收入	28.98	30.08	30.14
	占比	88.38%	83.08%	88.12%
工程咨询业务	收入	-	-	1.91
	占比	-	-	5.60%
委托管理服务	收入	2.67	5.03	0.95
	占比	8.13%	13.91%	2.77%
广告及其他	收入	1.14	1.09	1.21
	占比	3.49%	3.01%	3.51%
投资收益	收益	1.86	1.87	11.55
	同比	43.82%	0.74%	517.50%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 控股路产

近年来，广东省实施统一方案以及全国实施节假日免费方案、绿色通道免费政策，对收费公路收入造成一定的负面影响。2015 年以来上述政策的影响仍然存在，但对各收费公路收入同比变幅的影响已基本消除。在区域经济增长、路网贯通效应增加以及总交通量上升等因素影响下，全年公司控股路段通行费收入同比小幅增长 0.21% 至 30.14 亿元。

分路段来看，机荷高速全线的路面修缮工程在 2013 年至 2014 年上半年陆续完工，工程施工对该路段通行的负面影响逐步消除，并提升了该路段及整体路网的通行能力和通行效率。同时，博深高速官井头站于 2014 年 10 月末开通、龙大高速实施修缮工程以及梅观高速自 2014 年 4 月实施调整收费标准，亦带动了与之相关的机荷高速车流量的营运表现。

2015年机荷东段通行费收入和日均车流量分别为63,694.5万元和219,169辆次，同比增幅分别为8.08%和15.60%；机荷西段日均车流量为175,533辆次，同比增长17.08%，因自然车流折合全程以及车型不同等因素的影响，2015年机荷西段单车收费标准较上年有所提高，全年实现通行费收入54,420.7万元，同比增长17.63%。值得注意的是，自2016年2月起，机荷高速平湖编组站大桥启动维修工程，计划工期为2016年3月至7月，或对该路段未来一段时间内的运营造成一定负面影响。

**表 4：机荷高速 2014~2015 年车流量和收入情况**

机荷东段	2014	2015
通行费收入（万元）	58,932.1	63,694.5
同比增幅（%）	21.51	8.08
日均车流量（辆次）	189,586	219,169
同比增幅（%）	26.48	15.60
机荷西段	2014	2015
通行费收入（万元）	46,265.9	54,420.7
同比增幅（%）	20.92	17.63
日均车流量（辆次）	149,921	175,533
同比增幅（%）	21.55	17.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014年第四季度，与清连高速线位相近的广乐高速（广东广州至乐昌）和二广高速广东连州至怀集段相继完工通车，而清连高速的相关连接路段建设较预期延后，致使上述新开通道路对清连高速产生的分流作用大于预期，尤其是对通行费金额大但车流量占比较小的三至五类车。2015年清连高速日均车流量为33,290辆次，与上年表现基本持平，但受分流作用的影响，该路段当年通行费收入同比下降18.29%至63,717.2万元。与清连高速南端相接的广清高速目前正在进行改扩建工程，其由北向南与清连高速的连接线已于2014年11月动工，两项工程分别将于2016年末和2017年末完工；此外，二广高速与清连高速连接线的建设亦持续推进，预计上述项目完工后，将有助于提升整个通道的服务能力和通行效率，并强化清连高速的竞争力，提升其营运表现。

**表 5：清连高速 2014~2015 年车流量和收入情况**

清连高速	2014	2015
通行费收入（万元）	77,975.1	63,717.2
同比增幅（%）	9.68	-18.29
日均车流量（辆次）	33,026	33,290
同比增幅（%）	16.52	0.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年，汉鄂高速、咸黄高速对武黄高速的分流影响以及市政交通管制措施等因素对该路段营运表现的负面影响仍持续，但同比变幅的影响已基本消除，武黄高速周边路网已基本稳定。2015年武黄高速日均车流量为40,167辆次，同比增长4.44%，全年路费收入33,159.3万元，同比增长1.97%。从长期来看，湖北省积极推进的路费精确清分工作的实施将有助于突出武黄高速相对竞争路段的价位优势，提升项目的营运表现，但同时还需关注到自2015年11月启动的武黄高速柯家墩大桥加固维修工程（预计于2016年5月完工）对该路段车流量造成的影响。

**表 6：武黄高速 2014~2015 年车流量和收入情况**

武黄高速	2014	2015
通行费收入（万元）	32,520.2	33,159.3
同比增幅（%）	-14.36	1.97
日均车流量（辆次）	38,891	40,617
同比增幅（%）	-0.60	4.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年，公司增持了深圳清龙高速公路有限公司（以下简称“清龙公司”）公司10%权益，所持有的水官高速权益比例由原来的40%增加至50%，并通过与清龙公司合作股东的约定与安排取得对清龙公司的实质控制权。水官高速自开通以来，车流量和通行费收入表现良好，扩建工程完工后，项目的通行能力进一步得到提升。2015年水官高速日均车流量为191,354辆次，同比增长13.41%，全年取得通行费收入56,879.8万元，同比增长11.07%。

公司于2014年1月27日与相关政府机构签署了《梅观高速公路调整收费补偿及资产移交协议》，自2014年3月31日起对梅观高速梅林至观澜约13.8公里路段实施免费通行，深莞边界至观澜约5.4公里路段保留收费。深圳市政府按免费路段的未来收益现值约15.98亿元以及其他成本/费用约11.02亿元对公司进行补偿，补偿款及利息按“2014年4月30日前

支付8亿元，2015年8月31日前支付8亿元，2016年12月31日前支付经双方确定的剩余补偿款本金及利息”的方式进行支付，2015年内收到梅观高速调整收费补偿款20亿元。受调整收费的影响，2015年梅观高速日均车流量为74,956辆次，同比下降11.42%；全年取得通行费收入10,324.5万元，同比下降31.61%。

路网贯通效应增加以及总交通量上升促进了2015年南光高速的车流增长，但沿江高速自2013年底全线贯通后，对南光高速产生了小幅分流。深圳盐田坳隧道自2015年2月1日起取消收费，对盐排高速和盐坝高速的货运车辆产生较大分流，但博深高速官井头站于2014年10月末开通则对盐排高速的营运产生了促进作用。在多重因素的影响下，2015年南光、盐排和盐坝高速分别取得通行费收入分别为32,113.0万元、16,121.8万元和17,265.2万元，同比增幅分别为4.78%、-24.39%和-4.10%；日均车流量分别为96,405辆次、56,999辆次和36,600辆次，同比增幅分别为11.03%、-0.65%和2.80%。

**表 7：2015 年南光高速、盐排高速和盐坝高速**

**车流量和收入情况**

	南光高速	盐排高速	盐坝高速
通行费收入（万元）	32,113.0	16,121.8	17,265.2
同比增幅(%)	4.78	-24.39	-4.10
日均车流量(辆次)	96,405	56,999	36,600
同比增幅(%)	11.03	-0.65	2.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年11月30日，公司与深圳市交通运输委员会（以下简称“深圳交委”）签署了《南光、盐排、盐坝高速公路调整收费补偿及资产移交协议》，自2016年2月7日起对南光高速、盐排高速和盐坝高速实施免费通行，深圳交委根据相应的调整方式以现金对公司进行补偿。调整分两阶段实施：自2016年2月7日至2018年12月31日止的第一阶段，公司在保留三项目收费公路权益并继续承担管理和养护责任的情况下，对该等路段实施免费通行，深圳交委向公司采购三项目的通行服务并就所免除的路费收入给予补偿（作为服务对价）。于自2019年1月1日起的第二阶段，深圳交委可选择继续沿用第一阶段的调整方式（以下简称“方式一”）或提前收回三

项目的收费公路权益并给予相应的补偿（以下简称“方式二”）。如深圳交委选择提前收回三项目的收费公路权益，公司将不再拥有三项目的收费公路权益，亦不再承担相应的管理和养护责任。在第二阶段采用方式一或方式二的情况下，补偿金额的总额分别暂定为96.88亿元和76.52亿元。2015年内公司收到上述三条高速公路调整收费补偿款65.88亿元。

整体而言，在区域经济增长、路网贯通效应增加以及总交通量上升等因素影响下，公司整体通行费收入实现增长，但多条高速调整收费及资产移交等事项显示出公司主营业务的发展仍受到一定的压力。此外，目前公司经营受高速公路已出台政策带来的负面影响趋于稳定，从短期来看，收费公路的总体政策发生重大改变的可能性不大，但单项区域性收费政策或管理措施的陆续出台仍有可能对公司经营造成负面影响。

### 参股路段

截至2016年3月，公司参股路段项目共7个，分布于深圳、广东省内其他地区以及湖南、江苏省。2015年受路网格局变化和区域经济发展等因素的综合影响下，除南京三桥外，其余参股路段通行费收入均实现增长。

具体来看，深圳地区方面，水官高速扩建工程的完工以及清平高速（二期）的开通对水官延长段的车流量起到了拉动作用。2015年水官延长段日均车流量为75,377辆次，同比增长22.26%，全年取得通行费收入9,261.8万元，同比增长9.93%。

广东省其他地区方面，受益于沿线地区经济及物流运输业的发展，2015年阳茂高速日均车流量同比增长15.89%至40,485辆，全年实现通行费收入61,840.4万元，同比增长9.50%。周边路网建设的推进带动了广州西二环车流量同比增长8.23%至日均50,007辆次，全年通行费收入达到36,145.0万元，同比增长7.97%。此外，在车流量自然增长的影响下，广梧项目和江中项目日均车流量分别达到了34,792辆次和107,246辆次，同比增长8.95%和5.99%，全年取得通行费收入32,627.8万元和38,930.5万元，同比增长11.46%和4.64%。

广东省外地区方面，受马鞍山长江大桥开通分

流及2015年内开展路面专项维修工作等因素的影响，南京三桥通行费收入同比下降4.84%至37,978.6万元。受益于路网完善、周边道路实施交通管制措施、相关道路施工改造以及沿线经济发展和企业业务增长等多重因素的正面作用，长沙环路的路费收入同比增长32.66%至8,130.4万元。

总体来看，公司参股路段多位于经济发达或交通枢纽地区，在路网效益日益发挥的推动下，参股路段能够为公司带来相对稳定的投资收益，对公司的利润形成重要补充。但同时仍需关注单项政策或管理措施对相关路段经营产生的影响。

## 其他业务

公司依托于收费公路主营业务，凭借相关管理经验和资源，积极并审慎地开拓委托管理业务、工程咨询业务和广告业务等新的业务类型，为其业务发展和盈利提升提供了空间。2015年公司上述业务合计实现营业收入4.07亿元，收入占比为11.88%。

公司委托管理主要包括代建业务和代管业务两部分。代建业务方面，2015年公司实现代建项目收入7,487.32万元，代建项目包括深圳地区的梅观新建收费站及配套项目、龙大市政段、观澜人民路-梅观高速节点工程以及贵州龙里安置房二期等。其中，梅观新建收费站及配套项目的主体工程已于2015年2月完工并投入使用，交工验收已完成；龙大市政段计划于2016年上半年完工；观澜人民路-梅观高速节点工程已完成各项合同段签署工作；安置房二期大部分工程基本完工，并已开展验收工作。代管业务方面，2015年公司接受委托以股权管理的模式负责龙大项目的营运管理工作，全年实现委托经营管理费收入1,800.00万元。公司于2009年11月签订的《委托经营管理合同》，公司受托管理沿江公司，包括对沿江高速（深圳段）建设期和经营期的管理，但有关经营期委托管理的具体安排仍在磋商中，最终将由深圳市政府批准。整体来看，受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等多重因素的变动影响，委托管理服务收入所确认的相关服务收入和成本可能出现较大波动，2015年公司委托管理服务取得收入9,461.66万元，同比下降81.21%。但凭借多

年来在相关领域积累的专业技能和经验，委托管理业务仍将长期作为公司在收费公路业务以外较为主要的业务类型。

同时，基于整合资源考虑，2015年公司通过修订章程，实现了对深圳高速工程顾问有限公司（以下简称“顾问公司”）的实际控制。顾问公司业务范围涵盖了前期咨询、勘察设计、招标代理、造价咨询、工程监理、工程试验、工程检测和养护咨询等方面，将其整体纳入合并范围后，2015年公司取得工程咨询服务收入1.91亿元。从长期来看，对该公司的业务整合使得公司具备承担工程项目投资建设全过程咨询服务的服务能力，促进公司对深圳地区公路项目的统一、协同管理，进一步巩固和强化公司在收费公路业务的核心优势。

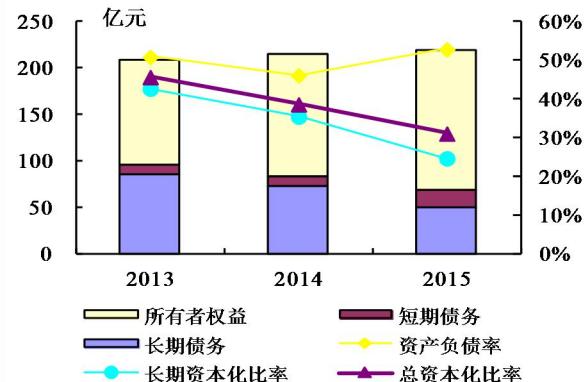
此外，公司通过全资持股的广告公司，开展收费公路两旁和收费广场的广告牌出租、广告代理、设计制作及相关业务。除经营、发布高速公路沿线自有媒体外，近年来还进一步开展市区主干道户外媒体业务已经为客户提供品牌策划及推广方案的业务，2015年公司取得广告业务收入9,441.36万元，同比小幅下降3.64%。

## 财务分析

以下财务分析基于深高速提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计、并出具标准无保留意见的2013~2015年合并财务报告。

### 资本结构

图 1：2013~2015 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着留存收益的逐年积累，公司自有资本实力不断得到夯实，2015年末公司净资产同比增长

14.03%至149.61亿元。受预收深圳市政府有关南光、盐排和盐坝三项目调整收费相关补偿款以及将清龙公司和顾问公司整体纳入合并范围等因素的影响，公司资产和负债规模均有大幅上升。2015年末公司总资产和总负债分别为316.71亿元和167.10亿元，同比增长30.17%和49.07%。整体来看，2015年末公司资产负债率和总资本化比率分别为52.76%和31.02%，处于同行业上市公司中的中等水平，财务结构稳健性较好。

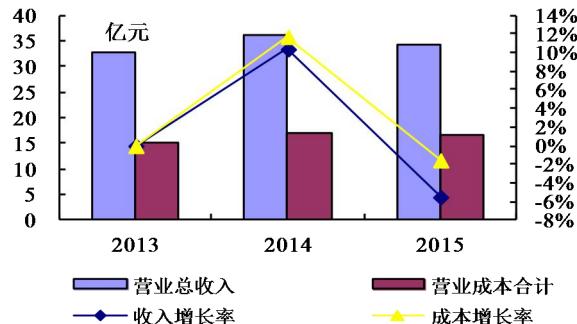
从债务结构来看，2015年末公司长期债务和短期债务分别为48.92亿元和18.36亿元，随着长期借款和2011年发行的公司债券等融资工具的临近到期，公司债务稳健性有所弱化，长短期债务比由2014年末的0.15上升至0.38，但公司主要通过长期融资弥补资金缺口，债务结构仍较为合理。鉴于高速公路属资本密集型行业，具有前期投入大、投资回收周期长的特点，且未来几年内公司仍有一定规模的资本性支出需求，其现有债务结构与业务发展阶段较为匹配。2015年内公司发行了9亿元3年期中期票据用于偿还和置换近期到期的借款，有利于保证中长期发展资金来源的稳定。

资本性支出方面，截至2016年3月，公司资本性支出计划主要包括对外环项目投资、梅观高速改扩建等项目的工程结算款、附属营运路段路产机电设备投资以及对联营企业的计划投资。根据公司2016-2018年资本性支出计划，预计到2018年底，公司的资本性支出总额约为78.77亿元，其中对外环项目的资本支出相对较大，2016~2018年的预计投资分别为7.59亿元、26.23亿元和22.59亿元。公司后续仍有较大的资本支出计划，但南光、盐排和盐坝三项目调整收费相关补偿款的逐步回收能够为其提供资金支持，可在一定程度上缓解其资金压力。

总体来看，合并范围的扩大使得公司资产规模扩大，资产和负债结构基本符合其业务运营特点，经营盈余的积累使其自有资本实力得到提升，财务结构稳健性较好。

## 盈利能力

图2：2013~2015年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

通行费收入系公司营业收入的主要来源，2015年占其营业收入的比重为88.12%。2015年受益于区域经济增长、路网贯通效应增加以及总交通量上升等因素的影响，公司当年通行费收入小幅增长0.21%至30.14亿元。2015年合并范围的扩大使得公司新增工程咨询业务收入1.91亿元，但委托管理服务收入大幅下降81.21%至9,461.66万元，进而对营业收入的表现造成负面影响。2015年公司实现营业收入34.21亿元，同比下降5.52%。

2015年公司委托建设管理服务成本以及附属收费公路折旧摊销费用和专项维修费用有所减少，导致营业成本同比小幅下降1.55%至16.79亿元，其中通行服务成本为14.19亿元，同比下降3.41%。在收入和成本的综合影响下，2015年公司毛利率略降1.98个百分点至50.92%，其中收费公路业务毛利率为52.91%，小幅增加1.77个百分点。

期间费用方面，2015年公司平均借贷规模下降以及资金成本降低使其财务费用同比下降11.59%，但合并范围扩大以及中介机构服务费用增加导致公司管理费用同比上升51.44%。2015年公司期间费用合计5.19亿元，三费收入占比15.17%，较上年小幅增加1.01个百分点，期间费用控制水平有待提高。

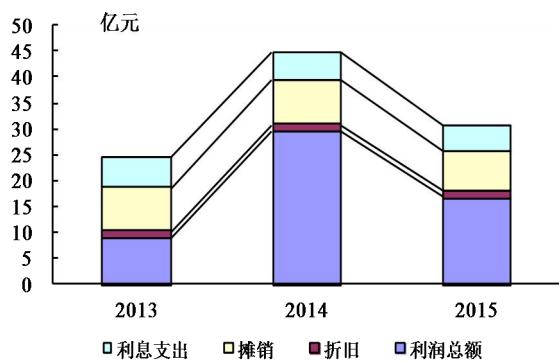
2015年公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益以及资产减值损失构成。2015年，公司毛利率小幅下降，同时期间费用支出有所增加，当年取得经营性业务利润11.00亿元，同比下降13.46%。投资收益方面，2015年公司参股路段经营表现良好，对其利润形成重要支撑作用，加之非同一控制下合并原持股部分按公允价值计量产生的利得，全年公司实现投资收益11.55亿元，同比增长517.50%。

但因清连高速的营运表现低于预期，公司对清连高速特许经营无形资产计提减值准备6.20亿元。2015年公司实现利润总额16.72亿元，同比下降43.63%。

总体来看，公司主要路产项目多位于经济发达或较发达地区，区位优势明显，盈利能力较强，能够为公司带来良好的营收表现以及投资收益。此外，虽然2015年公司委托管理服务等其他业务收入表现一般，但公司坚持推动与核心业务相关的业务发展，寻求新的利润增长点，将为公司业务的持续稳定增长提供有力支持。

## 偿债能力

图 3：2013~2015 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在获现能力方面，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销系公司EBITDA的主要构成部分。2015年公司EBITDA同比减少31.72%至30.56亿元，同期总债务/EBITDA为2.20，EBITDA利息倍数为6.25倍。整体来看，虽然指标值有所弱化，但公司EBITDA对债务本息的保障程度仍较好。

表 8：2013~2015 年公司主要财务能力指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	10.71	10.46	18.36
长期债务（亿元）	83.46	71.89	48.92
长短期债务比（X）	0.13	0.15	0.38
总债务（亿元）	94.17	82.35	67.28
经营性净现金流（亿元）	17.61	17.94	17.72
经营净现金流/短期债务（X）	1.64	1.71	0.96
经营净现金流/总债务（X）	0.19	0.22	0.26
EBITDA（亿元）	24.58	44.75	30.56
总债务/EBITDA（X）	3.83	1.84	2.20
EBITDA 利息倍数（X）	4.10	8.52	6.25

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金流方面，公司通行费收入均以现金收

取，经营性现金流较为稳定。2015年公司经营活动净现金流为17.72亿元，同比小幅下降1.24%。2015年公司收到梅观高速调整收费补偿款以及支付各项资本开支，投资活动现金净流入5.84亿元。此外，公司当年预收深圳市政府有关南光、盐排和盐坝三项目调整收费相关补偿款（该预收款项将承担利息）65.88亿元，使得当期筹资活动现金流入净额大幅增加。

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至2015年末，公司共获得银行授信额度137亿元，尚未使用银行授信额度为54.3亿元。此外，除发行公司债、中期票据等债务融资工具外，公司亦在上交所和香港联交所上市，为公司提供了重要的筹资来源。整体来看，公司融资渠道较为多元化，且备用流动性较为充足，具备很强的财务弹性。

或有负债方面，截至2015年末，公司对外担保余额为8.28亿元，具体担保情况如下表所示。公司于2007年发行15年期企业债（8亿元），向作为债券担保主体的中国建设银行深圳分行进行了反担保；此外，公司控股子公司贵州深高速置地有限公司为购买“深高速·茵特拉根小镇一期A组团”项目的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，预计担保总额不超过2.5亿元。2015年末，公司对外担保余额占公司净资产比例为6.69%，鉴于公司主要担保对象为国有商业银行，且担保性质主要系为公司融资提供的反担保，预计或有风险可控。

表 9：截至 2015 年末公司对外担保情况

担保对象	发生日期	担保金额	担保类型
中国建设银行深圳分行	2007/4/20	8 亿元	反担保
深高速·茵特拉根小镇一期 A 组团客户	2015/5-2015/12	2,756 万元	连带责任担保

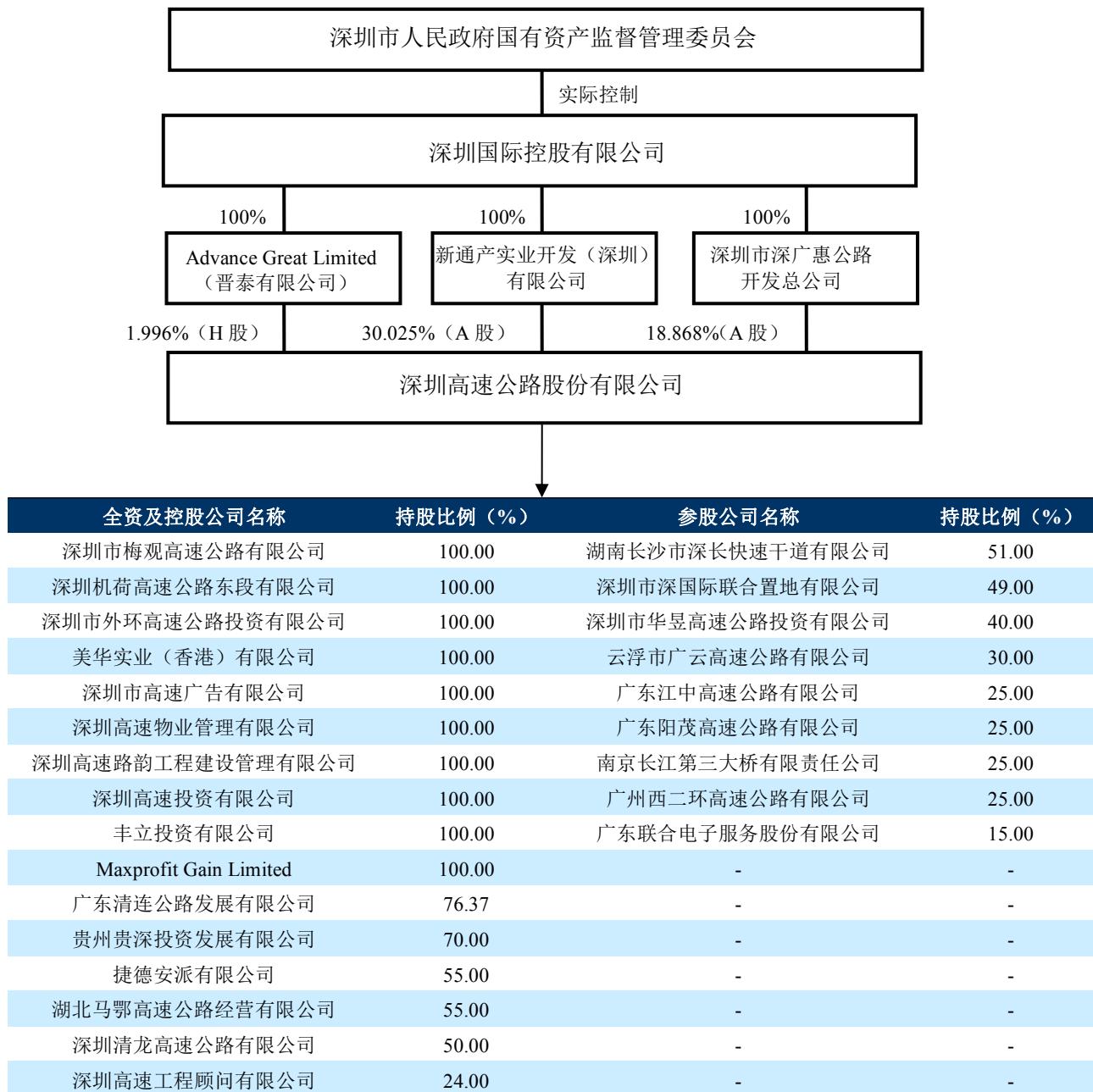
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合而言，多条高速调整收费及资产移交或对公司主营业务的发展造成一定冲击，但在区域经济增长、路网贯通效应增加以及总交通量上升等因素影响下，公司主要路段仍有望维持良好的业务表现。同时，公司融资渠道较为多元化，现金流较充裕，备用流动性充足，整体抗风险能力极强。

## 结 论

综上，中诚信证评上调深高速主体信用级别至**AAA**，评级展望为稳定；上调“深圳高速公路股份有限公司2011年公司债券”信用级别至**AAA**。

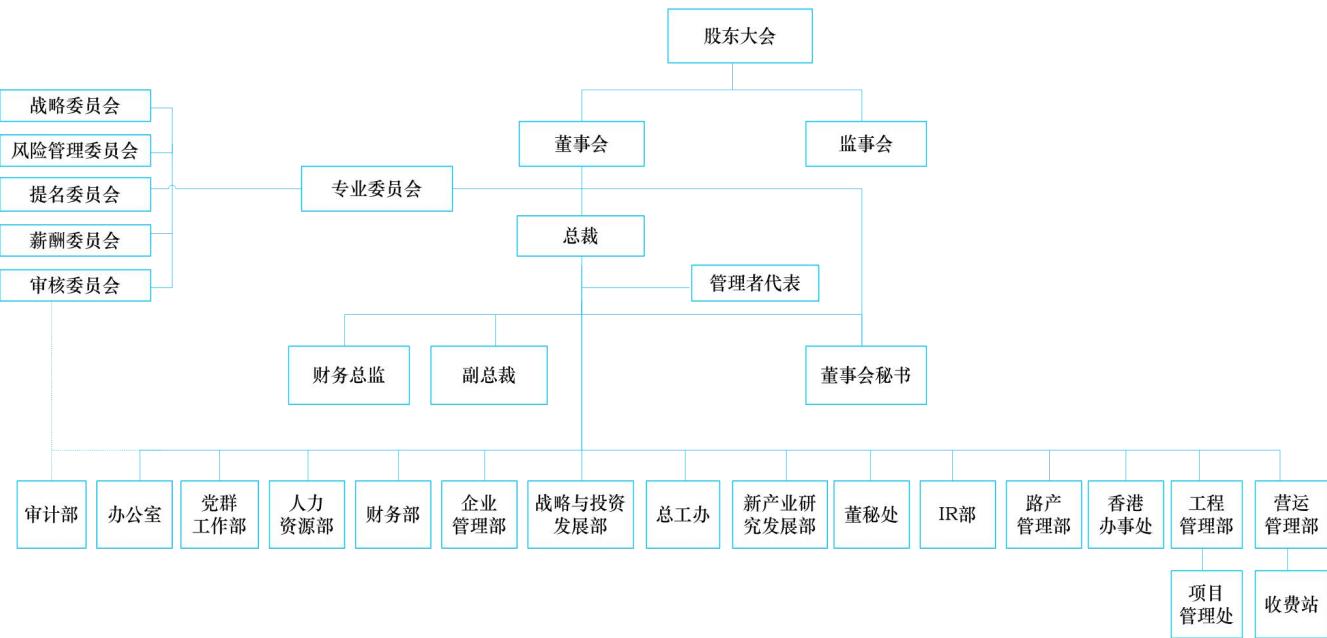
附一：深圳高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



注：1、贵州贵深投资发展有限公司下设全资子公司：贵州深高速置地有限公司、贵州圣博置地有限公司。

2、贵州深高速置地有限公司下设全资子公司：贵州悦龙投资有限公司、贵州鹏博投资有限公司、贵州恒丰信置业有限公司、贵州恒弘达置业有限公司、贵州恒通利置业有限公司。

附二：深圳高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：深圳高速公路股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	109,479.67	163,429.89	642,237.78
应收账款净额	49,533.08	72,130.70	65,983.28
存货净额	34,501.81	53,474.80	64,871.33
流动资产	223,772.78	402,651.14	842,442.68
长期投资	160,438.44	172,566.06	201,306.00
固定资产合计	116,441.82	107,300.77	119,976.99
总资产	2,284,010.75	2,432,932.42	3,167,065.51
短期债务	107,072.69	104,605.43	183,624.09
长期债务	834,581.60	718,925.16	489,225.86
总债务（短期债务+长期债务）	941,654.29	823,530.59	672,849.94
总负债	1,160,112.18	1,120,915.16	1,670,957.46
所有者权益（含少数股东权益）	1,123,898.57	1,312,017.26	1,496,108.05
营业总收入	327,928.11	362,035.75	342,057.83
三费前利润	163,712.52	178,407.82	161,918.91
投资收益	18,567.66	18,704.23	115,499.08
净利润	75,076.26	227,146.95	149,515.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	245,820.90	447,545.44	305,572.75
经营活动产生现金净流量	176,122.48	179,375.53	177,150.51
投资活动产生现金净流量	-50,505.48	49,486.76	58,362.29
筹资活动产生现金净流量	-212,138.74	-212,300.70	257,102.55
现金及现金等价物净增加额	-86,456.75	16,551.82	492,583.72
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	53.46	52.90	50.92
所有者权益收益率（%）	6.68	17.31	9.99
EBITDA/营业总收入（%）	74.96	123.62	89.33
速动比率（X）	0.85	1.19	1.89
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.22	0.26
经营活动净现金/短期债务（X）	1.64	1.71	0.96
经营活动净现金/利息支出（X）	2.94	3.42	3.62
EBITDA 利息倍数（X）	4.10	8.52	6.25
总债务/EBITDA（X）	3.83	1.84	2.20
资产负债率（%）	50.79	46.07	52.76
总资本化比率（%）	45.59	38.56	31.02

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业收入净额)/应收账款平均余额

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(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。