



中诚信证券评估
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2015] 跟踪007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，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AA⁺。

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（2015）

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	2014/04/16		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA ⁺	评级展望 稳定

基本观点

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，2014 年深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”或“公司”）通行费收入保持增长。同时，公司委托管理服务收入大幅增长，构成公司新的利润来源。但是，中诚信证评也关注到收费政策变化、改扩建项目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公司信用水平的影响。

中诚信证评维持深高速主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“深圳高速公路股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 AA⁺。

正面

- 公司业务经营具有较好的外部环境。2014 年深圳市经济平稳运行，全年 GDP 同比增长 8.8%，汽车保有量超过 314 万辆，为公司业务经营提供较好的支持。
- 公司所辖路产区位优势明显，规模优势突出。公司控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，公司通行能力提高，有助于公司长期发展。
- 新业务的开拓为公司盈利提供新的增长点。公司围绕主业，积极并审慎地开拓新业务类型，2014 年委托管理业务收入同比增长 88.80%，占营业收入的比例进一步提高，构成公司新的利润来源。
- 路产区域分布多元化有利于提升公司的整体抗风险能力。截至 2014 年 12 月 31 日，公司超过 70% 的权益路段分布在深圳市外，路产多元化的区域分布有利于规避单一路产和单一区域的经营风险。

概况数据

深高速	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	108.73	112.39	131.20
总资产(亿元)	242.09	228.40	243.29
总债务(亿元)	108.39	94.17	82.35
营业收入(亿元)	31.35	32.79	36.20
营业毛利率(%)	51.80	53.46	52.90
EBITDA(亿元)	23.61	24.58	44.75
净资产收益率(%)	6.68	6.68	17.31
资产负债率(%)	55.09	50.79	46.07
总债务/ EBITDA(X)	4.59	3.83	1.84
EBITDA 利息倍数(X)	3.81	4.10	8.52

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。

分



分析师

周莉莉

llzhou@ccxr.com.cn

许家能

jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 9 日

关注

- 公司仍具有较大的资本支出需求。公司近年资本性支出项目包括对清连项目、梅观高速改扩建和南光高速等项目的工程结算款以及对联营企业的计划投资等,2015-2017年资本性支出总额约为29.09亿元,公司资金需求仍较大。
- 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,也可能对公司所经营高速公路的车流和通行费收入造成一定影响。
- 公司主营业务发展面临一定不确定性。梅观高速进行收费调整并进行资产移交,政府给予公司市场化的合理补偿,但取消收费和资产转移也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。

行业关注

2014年深圳市经济仍平稳运行，汽车保有量进一步增长，为高速公路行业发展提供有效支撑

2014年，在复杂的内外部经济环境下，深圳市经济仍实现平稳增长，全市实现生产总值16,001.98亿元，同比增长8.8%，增速较上年略有下降，但仍高于全国及广东省平均水平，且经济规模持续扩大，持续居于内地大中城市第四位。全市全年规模以上工业增加值6,501.06亿元，同比增长8.4%，与全省增速持平。另外，2014年全市实现进出口总额4,877.65亿美元，同比下降9.2%，但扣除融资性贸易因素后实际增长9.8%，进出口规模连续三年位居全国内地大中城市首位。

表 1：2014 年深圳市重要经济指标

指标	金额	同比增幅
国内生产总值	16,001.98 亿元	8.8%
固定资产投资	2,717.42 亿元	13.6%
进出口总额	4,877.65 亿美元	-9.2%
集装箱吞吐量	2,403.74 万 TEU	3.3%

数据来源：深圳市统计局，中诚信证评整理

区域经济的稳定增长促使深圳市交通运输业全面回升。2014年广东省实现地区生产总值67,792.24亿元，同比增长7.8%，而全年全市货运量、客运量、同比分别增长6.8%、24.8%，增速较上年分别提高3.3、15.8个百分点；港口集装箱吞吐量同比增长3.3%至2,403.74万标箱，同比提高1.8个百分点。同时，2014年深圳机动车保有量超过314万辆，近五年年均增长率约16%，每公里道路机动车约500辆，车辆密度全国第一。据预测，至2016年底，深圳市机动车保有量将超过400万辆，机动车的持续快速增长进一步刺激公路需求的提升，深圳市公路里程数逐年增长。

随着深圳市客、货运交通需求不断增长，既有道路交通体系难以满足需求，因此，根据《深圳市道路网“十二五”发展规划》，“十二五”期间，深圳市高速公路投资约301亿元，将新增高速路约342公里，高快速路网总里程将达到699公里，基本形成“七横十三纵”的高快速路网，干线性主干道

路网总里程将达到约709公里，基本形成“十二横十八纵”干线性主干道路网，路网效益将得到进一步提升。

长期而言，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。同时，高速公路行业具有较强抵御周期性波动风险的能力，加之深圳市较为明显的区位优势，未来其高速公路行业仍具有一定发展空间。

近年来出台的收费政策对收费公路企业经营造成的影响已趋于稳定，后续行业政策将逐渐放宽，行业发展环境转暖

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和绿色通道免费政策，对收费公路收入造成一定的负面影响。进入2014年，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。

根据《关于实施全省高速公路联网收费“一张网”并同步施行货运汽车计重收费的通告》，2014年6月29日广东省正式实施全省高速公路联网收费“一张网”，并同步全面施行货运汽车计重收费。计重收费政策方面，粤北、粤西及粤东地区已先后于2009年和2011年开始执行，粤中地区则自本次全省联网收费之日起开始正式执行。计重收费政策的实施，促使区域内车辆运营日趋规范，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。

同时，2014年广东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，继续对行驶收费公路的7座及以下载客车辆（以车辆行驶证登记的核载人数为准）实行免费通行。并且，2014年国内高速公路项目仍继续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。

另外，2014年深圳政府陆续实施了小汽车限购、部分时段限行非本市小型载客车辆、路边停车收费大幅扩容等政策，以遏制汽车保有量的快速增长及降低汽车使用频率，预计对区域路网现有车流及未来增长将产生一定负面影响。

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具有正面影响。总体看，修改条例旨在适当延长收费期限，严格管理收费标准，维护行业稳定发展。此外，2015年1月，交通运输部出台的《关于全面深化交通运输改革的意见》更是为公路行业发展指明了方向。

整体而言，虽然近年陆续出台的收费政策对收费公路的盈利情况产生影响，其同比增速有所下滑，但随着时间的推移，政策因素的影响已逐步缓释，且压制行业的负面政策影响基本释放，未来行业政策将明显放宽，收费年限延长、投融资体制改革等将使行业发展环境不断转暖。

珠三角城际轨道交通和深圳市轨道交通建设加快，未来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。另外，广惠线、佛莞线等多条新线也将于近期开建。根据《珠三角城际轨道交通网规划实施方案》，截至2020年，广东省将建成1430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，预计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。

另外，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%。因此，地铁建成通车亦对深圳市高速公路造成一定的分流影响。

业务运营

截至2015年3月，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413公里。得益于路费收入和委托管理服务收入的增长，2014年公司营业收入同比增长10.40%至36.20亿元。从业务构成来看，2014年通行费收入占总收入83.08%，较上年下降了5.3个百分点，但仍为主要的收入来源。同时，公司委托管理服务收入占比提升至13.91%，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构成公司重要的利润来源（表2）。2014年公司实现投资收益1.87亿元，基本维持上年水平。

表2：2012~2014年公司通行费收入及投资收益情况

单位：亿元			
	2012	2013	2014
收入	27.26	28.98	30.08
	路费 同比	0.40%	6.31%
	占比	86.98%	88.38%
投资收益	收益	1.29	1.86
	同比	1.09%	43.82%
			0.74%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在区域经济增长、路网贯通效应日益完善、总交通量上升等作用下，公司控股路产通行费收入保持增长

以可获取的数据和历史数据为基础进行概略测算，2014年统一方案、节假日免费通行和绿色通道免费政策导致公司控股路产通行费收入分别减少约3.56亿元、1.62亿元和0.65亿元，上述政策对路产收入同比变幅的影响已基本消除。得益于区域经济的稳步增长以及总交通量的上升等，全年公司控股路段通行费同比增长3.77%至30.08亿元。

分路段来看，机荷高速全线的路面修缮等工程已陆续完工，提升了该路段以及整体路网的通行能力，路费收入出现了恢复性的快速增长。同时，清平高速（二期）于2013年9月开通、博深高速官井头站于2014年10月底开通、深圳机场新航站楼于2013年11月底启用以及梅观高速实施调整收费方案等，均对机荷高速的车流量产生拉动效用。2014年机荷东段和西段通行费收入分别为58,932.1万元和46,265.9万元，同比增幅分别为21.51%和20.92%。

表 3：机荷高速 2013~2014 年车流量和收入情况

机荷东段	2013	2014
通行费收入（万元）	48,500.6	58,932.1
同比增幅（%）	6.88	21.51
日均车流量（辆次）	149,896	189,586
同比增幅（%）	16.73	26.5
机荷西段	2013	2014
通行费收入（万元）	38,260.5	46,265.9
同比增幅（%）	-3.19	20.92
日均车流量（辆次）	123,343	149,921
同比增幅（%）	15.75	21.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。同时，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。受调整收费影响，2014年梅观高速日均车流量为84,622辆，同比下降34.79%，路费收入同比下降48.50%至15,095.8万元。

受益于周边路段的路网贯通效应以及持续的营销推广措施，2014年清连高速通行费收入同比增长9.68%至77,975.1万元，日均车流量同比增长16.52%至33,026辆。与清连高速南端相接的广清高速目前正在改扩建工程，其由北往南方向已于2014年10月放开了对大型货运车辆的限行，全线工程将在2016年底完工。同时，广清高速和清连高速的连接线已于2014年10月动工，计划于2017年底完工，届时将有助于提升整个通道的通行效率和服务能力。但是，广乐高速以及二广高速湖南永州至广东连州段已分别于2014年9月和12月通车，其线位均与清连高速相近，且二广高速与清连高速的连接线尚在建设中，对清连高速产生一定分流影响。

表 4：清连高速 2013~2014 年车流量和收入情况

清连高速	2013	2014
通行费收入（万元）	71,096.3	77,975.1
同比增幅（%）	32.35	9.68
日均车流量（辆次）	28,344	33,026
同比增幅（%）	24.17	16.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受区域内路网进一步贯通以及联网收费下路费清分模式的负面影响，加上武汉地区实施的交通管制措施，2014年武黄高速日均车流量为38,891辆，同比略降0.6%，但全年路费收入同比下降14.36%至32,520.2万元。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措施对项目的负面影响仍将持续，但程度应逐渐减弱，武黄高速周边路网已基本稳定。此外，湖北省正在推进路费精确清分的实施工作，届时武黄高速相对竞争路段的价位优势将更加突出，有助于项目营运表现的恢复和提升。目前该方案的具体实施日期尚未确定。

表 5：武黄高速 2013~2014 年车流量和收入情况

武黄高速	2013	2014
通行费收入（万元）	37,975.3	32,520.2
同比增幅（%）	-17.39	-14.36
日均车流量（辆次）	39,127	38,891
同比增幅（%）	-1.47	-0.6

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，深圳机场新航站楼于2013年11月底启用促进了南光高速的车流增长，但沿江高速自2013年底全线贯通后，对南光高速产生轻微分流。博深高速官井头站于2014年10月底开通，进一步促进了盐排高速的车流量增长。另外，公司以盐坝高速等为重点开展多方位的路网营销和管理工作，促使当年盐坝高速车流增长。在多种正面因素带动下，2014年南光、盐排和盐坝高速车流量和通行费收入均实现增长，其通行费收入分别为30,647.6万元、21,323.3万元和18,003.2万元，同比增幅分别为6.67%、7.98%和11.11%。

整体而言，目前已出台政策所带来的负面影响已趋于稳定，在路网贯通效应、整体车流量增长等共同作用下，公司通行费收入保持增长。但梅观高速调整收费及资产移交等事项亦反映出公司主业发展空间受到一定的压力。另外，尽管从国内的路

网规划和公路规模看，收费公路的总体政策短期内发生重大改变的可能性不大，但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。

2014年公司参股路段车流和通行费收入整体实现增长，参股路段投资收益为公司利润的重要来源

截至2015年3月，公司参股路段项目共8个，分布于深圳、广东省内其他地区以及湖南和江苏省。2014年受路网格局变化、区域经济发展以及统一方案等综合影响，除南京三桥外，其余参股路段通行费收入均实现增长。全年实现投资收益1.87亿元，较上年增长0.74%。

深圳地区方面，水官高速扩建工程完工后已全面开通，提升了项目的通行能力。同时，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，但对水官高速的营运表现造成一定负面影响。2014年水官高速及其延长段车流量和通行费收入均有所提高，全年通行费收入分别为50,572.7万元和8,425.4万元，同比分别增长6.77%和31.12%。

广东省其他地区方面，受益于沿线经济的发展，2014年阳茂高速日均车流量同比增长10.97%至34,935辆，全年实现通行费收入56,473.8万元，同比增长5.32%。受益于计重收费政策的实施，2014年广梧项目通行费收入为29,271.8万元，同比增长11.61%。2014年粤中地区实施计重收费政策，其对广州西二环车流增长带来正面影响，全年其路费收入共计33,478.1万元，同比增长11.21%。此外，江中项目日均车流量较上年提高至101,183辆，全年路费收入同比增长10.26%至37,204.5万元。

从江苏省看，马鞍山长江大桥于2013年底开通，往来安徽合肥与上海之间的车辆无须再绕行南京，对南京三桥项目产生分流影响，2014年其通行费收入同比下降6.66%至39,911.6万元。湖南省方面，长沙环路于2014年底实施了路面维护工程，对其11~12月的营运造成一定影响，但受益于路网完善、周边道路实施交通管制措施以及沿线企业业务增长等因素的正面作用，长沙环路全年路费收入同比增长16.97%至6,129万元。

综合来看，公司参股的路段位于国内经济发达

地区或交通枢纽地区，随着路网效益的进一步发挥，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重要补充作用。但需对收费政策及路网车流变化对参股路段运营造成的影响保持关注。

公司以主业为核心，积极拓展业务类型，其委托管理业务构成公司新的利润来源

公司依托于收费公路主营业务，积极并审慎地开拓新业务类型，为公司盈利提供新的增长点。目前拓展的业务主要为委托管理业务（即代建、代管业务）和广告业务等。2014年实现委托管理业务收入5.03亿元，同比增长88.80%，其占公司营业收入比重为13.91%。同时，广告及其他业务实现收入约1.09亿元，收入占比为3.01%。

代建业务方面，2014年公司实现代建项目收入4.85亿元，主要为公司根据沿江项目一期最新的投资控制值以及结余估计，确认该项目委托管理服务收入2.35亿元；根据南坪项目二期、龙里安置房一期项目及龙里BT项目的完工比例、实际结算情况、工程预算造价及工程总成本审计结果，确认该等项目收入共2.44亿元；根据实际发生的管理成本及税金，对于龙里安置房二期等其他项目等额确认了项目委托管理服务收入618.29万元。2014年公司新增了龙大市政段、德政路项目、梅观新建收费站及配套项目，其中，德政路项目已于2014年9月底完工并交付使用，梅观新建收费站及配套项目的主体工程已于2015年2月中旬完工启用。

代管业务方面，公司2014年实现业务收入0.18亿元，主要为公司受托管理关联方所控制的龙大高速89.93%股权而获得的委托经营管理费。另外，根据公司与深圳市投资控股有限公司于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。

另外，2011年8月，公司通过控股子公司-贵深公司签约开展贵龙项目，采用“建设-移交”模式参与贵州省贵龙城市大道一期的建设及周边土地一级开发，该项目已于2014年上半年全线完工，并

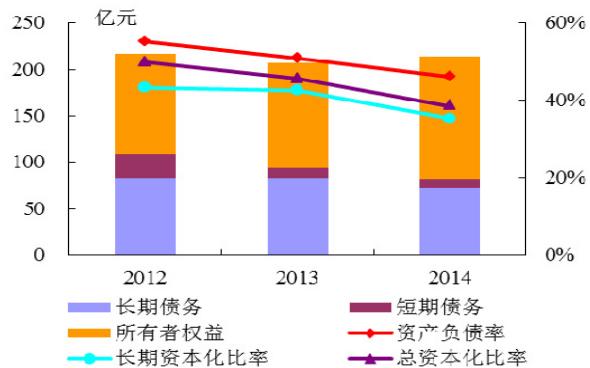
已完成项目移交工作。委托管理业务的拓展有助于公司在贵龙项目中取得更好收益，也有利于公司拓展和丰富业务发展的方向与经验。

财务分析

下列财务分析主要基于深高速提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2012~2014年合并财务报告。其中，2012、2013年财务数据分别为2013、2014年财务报表的期初数。

资本结构

图 1：2012~2014 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，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，负债水平逐年下降。由于2014年公司对梅观高速免费路段相关资产进行处置并确认相关债权，且代建项目应收款项增加，年末公司总资产同比增长6.52%至243.29亿元。同时，受益于公司提前偿还了部分长期借款，2014年末总负债同比下降3.38%至112.09亿元。受益于此，公司的资产负债率从上年的50.79%进一步下降至46.07%，财务结构稳健性较好，在同行业上市公司中处于中等水平。

表 6：2014 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	440.09	48.96
宁沪高速	274.45	23.71
赣粤高速	308.21	54.01
深高速	243.29	46.07
四川成渝	287.99	57.06
粤高速 A	125.14	53.08
吉林高速	51.23	45.63
皖通高速	115.32	26.73
楚天高速	90.13	58.42
平均值	215.09	45.96
中位数	243.29	48.96

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

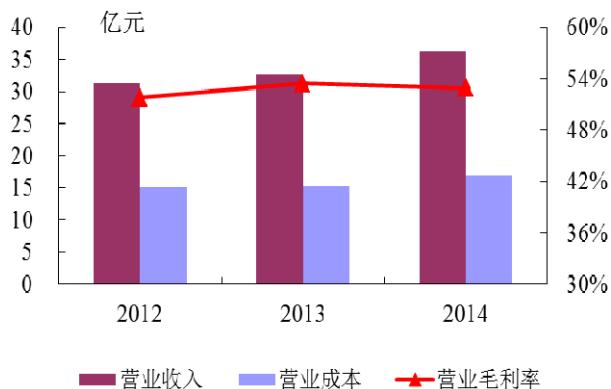
从债务结构来看，2014年公司发行了10亿元3年期的中期票据用于偿还和置换近期到期的借款，短期债务规模有所下降，公司债务以长期债务为主。截至2014年12月31日，公司长、短期债务分别为71.89亿元和10.46亿元，长短期债务比值为0.15，债务结构较为合理。考虑到公司未来几年仍有一定规模的资本性支出需求，且高速公路行业具有前期投入大、投资回收期长的特点，公司现有债务结构与其业务发展阶段较为匹配，有利于保证中长期发展资金来源的稳定。

截至2014年12月31日，公司资本性支出计划主要包括对清连项目、梅观高速改扩建和南光高速等项目的工程结算款、附属营运路段路产机电设备的投资以及对联营企业的计划投资。根据公司2015-2017年资本性支出计划，预计到2017年底，公司的资本性支出总额约为29.09亿元，其中2015年资本支出相对较大，为16.18亿元。

总体来看，公司负债水平逐年下降，债务结构安排符合现阶段发展需要。公司后续仍有较大的资本支出计划，但梅观高速收费补偿款的逐步回收能为其提供一定的资金支持，一定程度上缓解了公司的资金压力。

盈利能力

图 2：2012~2014 年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

通行费收入系公司营业收入的主要来源，受益于区域经济增长和车流量增加等因素，2014年公司通行费收入同比增长3.77%。同时，受益于委托建设管理服务收入的上升，全年公司实现营业收入36.20亿元，同比增长10.40%，增幅较上年提高了5.79个百分点。

2014年公司营业成本中通行服务成本为14.70亿元，同比增长4.27%，增幅较上年有所下降。但当年确认的委托管理服务成本同比大幅上涨225.05%，导致全年公司营业成本同比上升11.73%。在成本上升速度较快的影响下，公司2014年毛利率略降至52.90%。

表 7：2014 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业收入(亿元)	毛利率(%)
山东高速	63.55	64.55
宁沪高速	78.79	48.97
赣粤高速	40.81	41.92
深 高 速	36.20	52.90
四川成渝	83.00	25.67
粤高速 A	14.55	41.68
吉林高速	6.04	72.85
皖通高速	23.40	60.29
楚天高速	11.30	63.49
平均值	39.74	52.48
中位数	36.20	52.90

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，财务费用系公司主要的期间费用，2014年公司平均借贷规模下降，且根据梅观高速调整协议的约定确认应收补偿款相关利息收入，

促使当年财务费用同比下降27.99%。全年公司期间费用合计5.13亿元，三费收入占比为14.16%，较上年有所下降，期间费用控制水平进一步提高。

2014年公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和投资收益构成。受益于收入规模的提高，2014年公司经营性业务利润为12.72亿元，同比增长31.47%。同时，公司对梅观高速免费路段相关资产进行了处置，并确认了资产处置收益，使得当年营业外损益增加至15.08亿元。但是，该事件不具有可持续性。此外，参股路段经营表现良好，公司当年实现投资收益1.87亿元，对公司利润形成重要支撑作用。

总体来看，各项收费政策对公司经营的影响已基本稳定，且公司所属路产项目基本位于经济发达或较发达地区，区位优势明显，资产状况和效益优良，盈利能力较强。同时，公司将继续推动与核心业务相关的产业和业务，以寻求新的盈利来源，这均将为公司业务的持续稳定增长提供有效支持。

偿债能力

近年来，随着到期债务的逐步偿还，公司负债规模逐年下降，2014年公司总债务82.35亿元，同比减少12.54%。公司债务以长期债务为主，基于公司目前再融资能力较强，融资渠道顺畅，资金储备较为充裕，公司短期偿债风险可控。

表 8：2012~2014 年公司主要财务能力指标

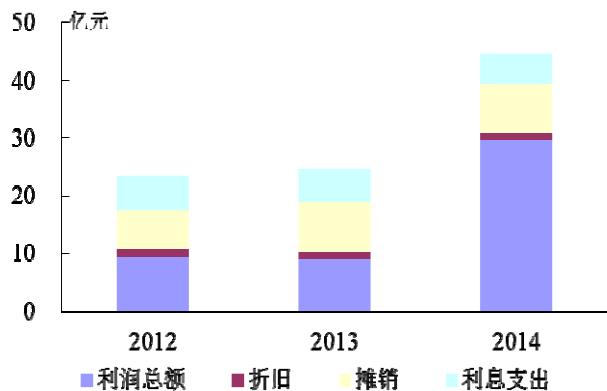
	2012	2013	2014
短期债务 (亿元)	25.40	10.71	10.46
长期债务 (亿元)	82.99	83.46	71.89
长短期债务比 (X)	0.31	0.13	0.15
总债务 (亿元)	108.39	94.17	82.35
经营性净现金流 (亿元)	15.31	17.61	17.94
经营净现金流/短期债务 (X)	0.60	1.64	1.71
经营净现金流/总债务 (X)	0.14	0.19	0.22
EBITDA (亿元)	23.61	24.58	44.75
总债务/EBITDA (X)	4.59	3.83	1.84
EBITDA 利息倍数 (X)	3.81	4.10	8.52

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在获现方面，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销为公司 EBITDA 的主要构成。

受益于利润总额的增加,2014年公司EBITDA同比大幅增长82.06%至44.75亿元。现金流方面,公司通行费收入均以现金方式收取,现金流较为稳定。得益于收入规模的增长,2014年公司经营活动净现金流为17.94亿元,同比增长1.85%。受收到梅观高速调整收费首期补偿款以及资本开支减少等影响,公司投资活动现金净流入4.95亿元。同时,因发行了10亿元中期票据以及实施相关融资安排和债务结构调整,筹资活动现金净流出21.23亿元。

图3: 2012~2014年公司EBITDA结构分析



数据来源:公司提供,中诚信证评整理

从短期偿债能力指标看,2014年公司短期债务有所减少,使得当年EBITDA、经营净现金流与短期债务比率较上年分别上升至4.28和1.71,短期偿债能力有所增强。长期偿债能力方面,2014年公司经营净现金流/总债务比率为0.22,经营性净现金流对当期债务的覆盖程度较上年略有提高。总债务/EBITDA为1.84,较上年有所下降。同时,利息支出减少使得EBITDA对其覆盖能力上升,当年EBITDA利息倍数较上年提高至8.52倍。总体而言,随着盈利能力的提高,2014年公司整体偿债能力进一步增强,且处于较好水平。

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2014年12月31日,公司共获得银行授信额度131.6亿元,尚未使用银行授信额度为55.1亿元。此外,除发行公司债、中期票据外,公司亦在香港联交所上市,境外资本市场也为公司提供了重要的筹资来源。整体来看,公司加强内部资金的统筹力度,且融资渠道较为多元化,其备用流动性较为充足。

对外担保方面,截至2014年12月31日,公司对

外担保余额为8亿元,均系公司于2007年发行15年期企业债(8亿元)而向作为债券担保主体的建行深圳分行进行的反担保,担保余额占归属于母公司净资产比例为6.78%,鉴于公司担保对象主要为国有商业银行,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。

综合而言,公司短期内仍存在较大规模的资本支出,但长期来看,公司主要路段进入运营成熟期,部分路段的扩建完工,将逐步实现业务的良性循环,加之公司融资渠道较为多元化,现金流较充裕,备用流动性充足,公司整体偿债能力很强。

表9: 截至2014年12月31日公司对外担保情况

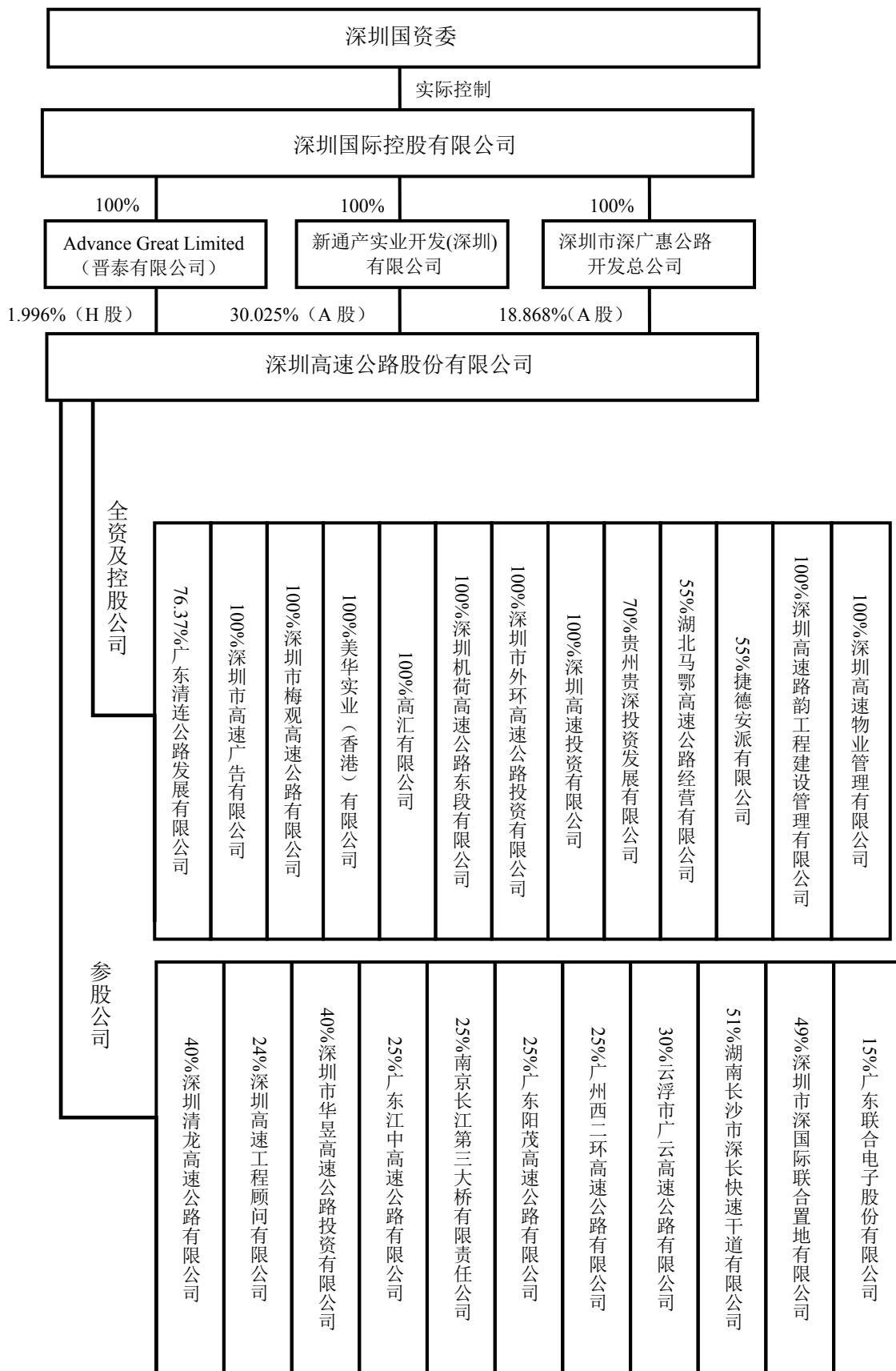
担保对象	发生日期	担保金额	担保类型	担保事项
建行 深圳分行	2007/4/20	8亿元	反担保	企业债

数据来源:公司年报,中诚信证评整理

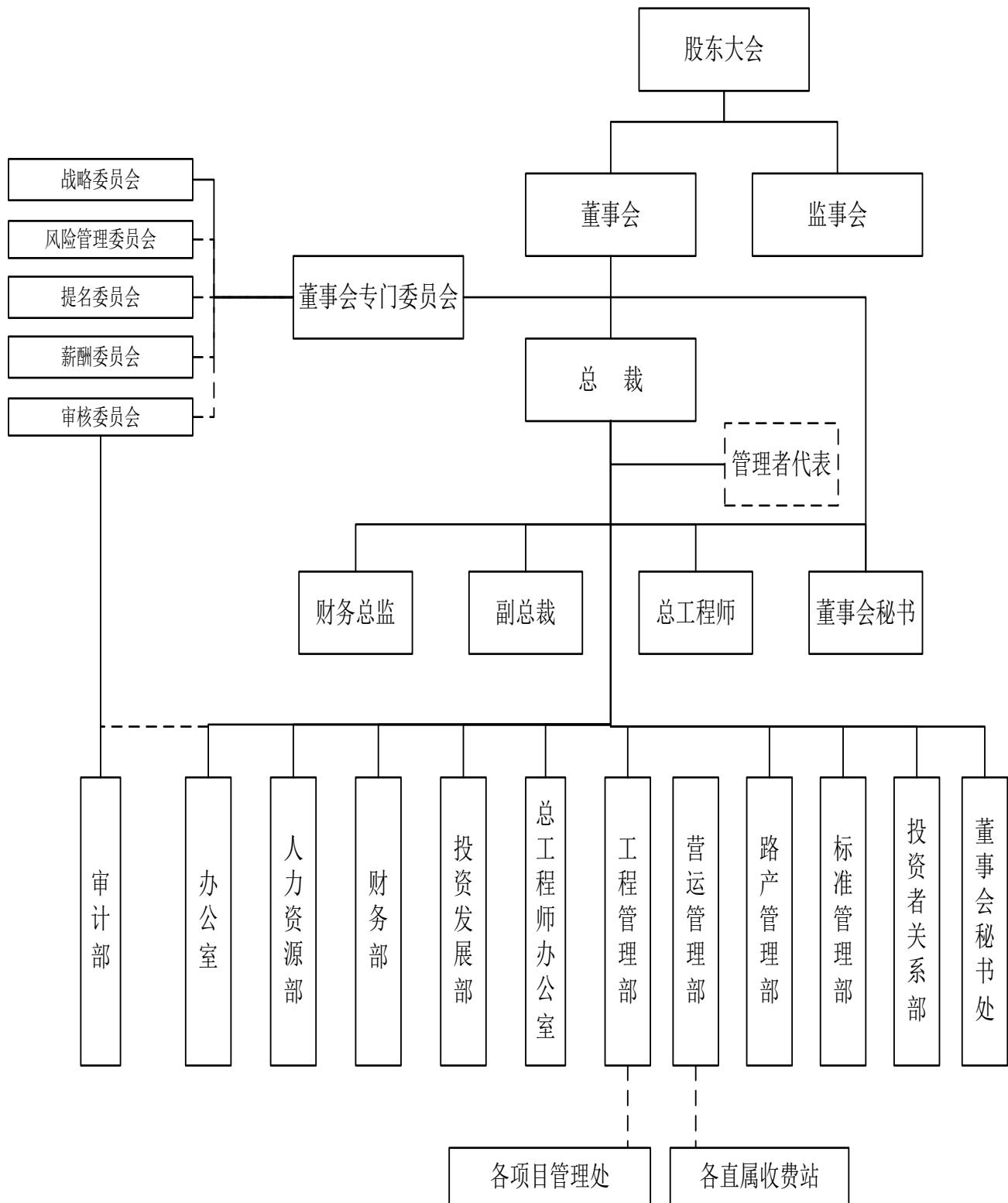
结 论

中诚信证评维持深高速主体信用等级为AA⁺,评级展望稳定;维持“深圳高速公路股份有限公司2011年公司债券”信用等级为AA⁺。

附一：深圳高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：深圳高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2014 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)	2012	2013	2014
货币资金	195,605.60	109,479.67	163,429.89
应收账款净额	38,581.29	49,533.08	72,130.70
存货净额	298.00	34,501.81	53,474.80
流动资产	270,491.78	223,772.78	402,651.14
长期投资	165,374.32	160,438.44	172,566.06
固定资产合计	113,026.15	116,441.82	107,300.77
总资产	2,420,912.50	2,284,010.75	2,432,932.42
短期债务	253,999.11	107,072.69	104,605.43
长期债务	829,942.05	834,581.60	718,925.16
总债务(短期债务+长期债务)	1,083,941.16	941,654.29	823,530.59
总负债	1,333,620.91	1,160,112.18	1,120,915.16
所有者权益(含少数股东权益)	1,087,291.60	1,123,898.57	1,312,017.26
营业总收入	313,462.31	327,928.11	362,035.75
三费前利润	151,111.83	163,712.52	178,407.82
投资收益	12,909.95	18,567.66	18,704.23
净利润	72,658.30	75,076.26	227,146.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	236,120.62	245,820.90	447,545.44
经营活动产生现金净流量	153,065.47	176,122.48	179,375.53
投资活动产生现金净流量	-42,805.56	-50,505.48	49,486.76
筹资活动产生现金净流量	-131,595.43	-212,138.74	-212,300.70
现金及现金等价物净增加额	-21,374.92	-86,456.75	16,551.82
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率 (%)	51.80	53.46	52.90
所有者权益收益率 (%)	6.68	6.68	17.31
EBITDA/营业总收入 (%)	75.33	74.96	123.62
速动比率 (X)	0.69	0.85	1.19
经营活动净现金/总债务 (X)	0.14	0.19	0.22
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.60	1.64	1.71
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.47	2.94	3.42
EBITDA 利息倍数 (X)	3.81	4.10	8.52
总债务/ EBITDA (X)	4.59	3.83	1.84
资产负债率 (%)	55.09	50.79	46.07
总资本化比率 (%)	49.92	45.59	38.56

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
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。