



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2014] 跟踪005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。





中诚信证评
CCXR

跟踪评级

深圳高速公路股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

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	2013/04/18		
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		

概况数据

深高速	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	104.97	108.73	112.39
总资产(亿元)	246.09	242.09	228.40
总债务(亿元)	112.04	108.39	94.17
营业收入(亿元)	29.52	31.35	32.79
营业毛利率(%)	59.94	51.80	53.46
EBITDA(亿元)	24.16	23.61	24.58
净资产收益率(%)	8.98	6.80	6.79
资产负债率(%)	57.34	55.09	50.79
总债务/EBITDA(X)	4.64	4.59	3.83
EBITDA 利息倍数(X)	4.39	3.81	4.10

注：上述所有者权益含少数股东权益。

基本观点

随着区域经济平稳发展、路网贯通效应进一步发挥，2013 年深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深高速”或“公司”）整体车流量和通行费收入均保持增长。同时，中诚信证评也关注收费政策变化、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“深圳高速公路股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 AA⁺，维持深高速主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定。

正面

- 区域经济的平稳发展为公司业务经营提供较好的支持。2013 年深圳地区经济仍平稳增长，GDP 和对外贸易保持较高增速，汽车保有量超过 250 万辆，为公司业绩稳步增长提供持续动力。
- 公司路产规模优势突出，路网贯通效应逐步显现。公司权益路产里程数规模较大，控股路段经营趋于成熟，且随着路网协同效应的发挥、修缮及改扩建工程的完工，公司通行能力提高，有利于保障公司经营业务的长期发展。
- 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 2013 年 12 月 31 日，公司超过 60% 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。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 16 日

关注

- 公路行业收费政策的变化对公司经营造成一定影响。2013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3.85亿元、1.36亿元和0.75亿元。
- 资本性支出压力仍存在。近年公司部分路段进行改造或扩建，资本性支出规模较大。未来清连项目工程结算、梅观高速改扩建、南光高速项目的投入仍将使公司面临一定的资金压力。
- 修缮和分流将影响公司通行费收入。机荷高速西段于2013年12月起进行维护修缮，同时路网格局的变化、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压力。梅观高速将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，但涉及的补偿金额较大且支付周期较长，存在一定的不确定性。取消收费和资产转移也反映出公司主业发展空间受到一定影响。

行业关注

2013年深圳市区域经济保持增长，汽车保有量增加，为深圳市收费公路行业发展提供持续动力

2013年深圳市经济规模进一步扩大，经济增长稳中有升。全年全市生产总值14,500.23亿元，同比增长10.5%，增速较上年提高0.5个百分点，并高于全国及广东省平均水平，经济规模仍居国内大中城市第四位。2013年深圳市规模以上工业增加值5,695.00亿元，同比增长9.6%，工业经济增速有所加快。同年，进出口总额亦保持稳步增长，全年完成进出口总额5,373.59亿美元，同比增长15.1%。

表 1：2013 年深圳市重要经济指标

指标	金额	同比增幅
国内生产总值	14,500.23 亿元	10.5%
固定资产投资	2,501.01 亿元	14.0%
规模以上工业增加值	5,695.00 亿元	9.6%
进出口总额	5,373.59 亿美元	15.1%

数据来源：深圳市统计局，中诚信证评整理

作为辐射广东省的经济核心，深圳市经济仍具有较强的内生动力，其经济的平稳发展为高速公路行业的发展奠定基础。2013年广东省实现地区生产总值62,163.97亿元，同比增长8.5%，区域经济的稳定增长为深圳市交通运输业的发展提供了良好的外部环境。此外，2013年深圳市城镇人均可支配收入进一步提高，购买力增强，促使汽车保有量保持增长，2013年全市汽车保有量已超250万辆，对公路的需求相应提升。

据预测，“十二五”期间，深圳市客、货运交通需求年增长率约6%~8%，既有道路交通体系面临较大压力。因此，“十二五”期间，深圳将新增高速公路约342公里，高速公路网总里程将达到699公里，基本形成“七横十三纵”的高速公路网，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。预计“十二五”期间，深圳道路建设总投资为1,311~1,386亿元，其中高速公路投资约301亿元。

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，加之深圳市具有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。

收费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，收费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，对收费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标准、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”）。根据广东省交通运输厅发出的通告，广东省包括清连二级路在内的31个路桥项目自2013年6月30日24时起取消收费。同时，统一方案的实施对公司所辖的其他收费路段也产生一定的负面影响。

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。因此，在2013年四个国家法定节假日（共计20天），公司免收了7座以下（含7座）客车通行费，该期间通行车流量增长较快，但收费车流及路费收入均大幅下降。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具有正面影响。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。总体看，修改条例旨在维护行业稳定发展，但修正案至今未定稿，有关行业发展的政策方向和管理原则仍存在一定的不确定性。

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和深圳市轨道交通建设加快，未来对高速公路造成一定分流影响

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交通网络的建设。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条城际轨道交通线路，3条联络线，线网总里程达2,008公里。

从布局来看，珠三角城际轨道交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高，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。

另外，深圳市地铁1~5号线已全面开通，运营里程达到178公里。未来深圳规划开工建设包括五条线路在内的城市轨道交通三期工程，合计线路总长度约169.6公里，新增车站95座，总投资约807亿元。三期工程各线路建设完成后，深圳城市轨道交通线路将达到10条，通车里程约348公里。地铁建成通车及广深港客运专线深圳段建成启用也对深圳市高速公路造成一定的分流影响。

业务运营

截至2013年12月31日，公司经营和投资的公路项目共16个，通车里程为700.8公里，其中权益里程427.4公里。得益于区域经济的增长及车流量增加，2013年公司实现营业收入32.79亿元，同比增长4.61%。从业务构成来看，通行费收入为公司主要的收入来源，2013年其占比为88.38%，较上年略有上升。同时，公司另有部分委托管理和广告业务收入，但占比较低。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，构成公司重要的利润来源（表2）。2013年公司实现投资收益1.86亿元，同比增长43.82%。

表2：2011~2013年公司通行费收入及投资收益情况

单位：亿元

	2011	2012	2013
路费	收入	27.15	27.26
	同比	3.83%	0.40%
	占比	92.00%	86.98% 88.38%
投资收益	收益	1.28	1.29 1.86
	同比	-29.60%	1.09% 43.82%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

统一方案、节假日免费通行等政策带来的负面影响开始逐步稳定，且在路网贯通效应日益完善、总车流量增长等作用下，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，2013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3.85亿元、1.36亿元和0.75亿元。但得益于区域内路网贯通的完善、总交通量的增长以及公司实施配套的增收节支措施等，全年公司控股路段通行费同比增长6.31%至28.98亿元。

分路段来看，机荷高速运营时间较长，线位优势明显，车流量和通行费收入较高。2013年机荷东段修缮完工，通行能力得以改善，且深圳机场新航站楼于2013年11月底启用以及清平（二期）于2013年9月中旬正式开通，对机荷东段的车流量产生拉动效应。但博深高速（广东博罗至深圳）于2013年1月底正式通车也对其造成一定的分流影响。机荷西段于2013年12月起开展维护修缮，预计于2014年

上半年完工。2013年机荷东段和西段通行费收入分别为48,500.6万元和38,260.5万元，同比增幅分别为6.88%和-3.19%。机荷西段的修缮工程将对该路段车流和路费收入产生一定的影响，且在收费政策的作用下，未来机荷高速运营情况需加以关注。

梅观高速区位优势也较优越，路网贯通效应日益显现。梅观高速北段扩建工程于2013年年底完工，将有效提高路网的通行能力。但清平（二期）于2013年9月中旬正式开通对其亦带来小幅分流影响。2013年梅观高速日均车流量129,769辆，同比增长3.88%，但在上述行业政策、扩建工程以及路网格局变化的影响下，全年该路段实现通行费收入29,312.5万元，同比下降8.53%。值得关注的是，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》，同意自2014年3月31日起对梅观高速梅林至观澜约13.8公里路段（“免费路段”）实施免费通行，保留梅观高速深莞边界至观澜约5.4公里路段的收费。同时，深圳市政府同意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，部分补偿金额须经政府审计确认，应对其后续支付情况加以关注。

受益于周边路段的路网贯通效应，清连高速车流量和通行费收入持续增长。受京港澳高速耒宜段大修及周边路网完善的正面影响，清连高速的车流量和路费收入同比快速增长。2013年该路段通行费收入同比大幅增长32.35%至71,096.3万元，日均车流量28,344辆，同比增长24.17%。与清连高速南端相接的广清高速目前正在进行改扩建，全线工程将在2016年底完工，其对大型货运车辆进行限行，短期内会限制清连高速车流量快速增长，但长期来看，有助于提升整个通道的通行效率和服务能力。另外，广乐高速计划于2014年10月通车，其线位与清连高速基本平行，可能会带来一定分流。另需关注的是，清连二级路自2013年7月1日起取消收费，目前路产移交事宜正在沟通协调中，尚无法可靠估计可能取得政府部门的经济补偿及或移交时政府部门可能要求清连公司承担的维修义务，应持续关注其后续进展。

武黄高速全长70.3公里，与其相连的大广高速

湖北南段（黄石-通山）于2012年5月开通后，拉动了武黄高速收入的增长。但与武黄高速平行的汉鄂高速通车、国道沪蓉线（上海—成都）全线贯通以及武汉进一步实施交通管制措施等因素负面影响仍存在，对武黄高速带来分流影响。2013年，武黄高速通行费收入同比下降17.39%至37,975.3万元，日均车流量同比下滑1.47%至39,127辆。另外，2013年上半年，湖北省物价局发出公告，计划对该省包括武黄高速在内的2个公路项目进行降低收费标准的价格听证，目前该听证尚未举行。

此外，南坪（二期）部分路段自2012年下半年起逐步开通以及深圳机场新航站楼于2013年11月底启用，对南光高速车流量的增长起到了促进作用。同时，博深高速正式通车对盐排高速也产生正面影响。此外，受益于政府协议¹收入的增加，公司全资拥有的盐坝高速路费收入相应提高。在多种正面因素带动下，2013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28,732.5万元、19,747.6万元和16,203.8万元，同比增幅分别为24.86%、4.97%和14.29%。

整体而言，目前已出台政策所带来的负面影响开始逐步稳定或趋于明朗，在路网贯通效应、整体车流量增长等的共同作用下，公司通行费收入仍保持增长。但梅观高速调整收费及资产移交、清连二级路取消收费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。

2013年公司参股路段车流量和通行费收入均实现增长，参股路段投资收益大幅提高，对公司利润起重要补充作用

截至2013年12月31日，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。2013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，除江中项目外，其余参股路

¹ 为方便深圳市民前往东部海滨休闲度假，自2007年2月起，政府按协定的标准和方式为往来盐田与大梅沙匝道的车辆向公司统一支付通行费收入。2013年至2017年期间，政府协定支付的通行费收入为19,000千元/年，按月计入盐坝高速的路费收入中。2017年之后的安排将由双方在协议到期前另行协商确定。

段通行费收入均实现增长。全年实现投资收益1.86亿元，较上年大幅增长43.82%。

分路段来看，水官高速及其延长段连接龙岗大工业区和深圳市区，收费里程分别为20公里和6.3公里。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（二期）于2013年9月中旬正式开通，对水官延长段的车流量产生拉动作用。2013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47,365.9万元和6,425.8万元，同比分别增长7.44%和12.93%。

阳茂高速西接茂湛高速，东连开阳高速，于2004年正式通车，全长79.8公里，双向四车道，系广东省西部高速公路网的重要组成部分。受益于沿线经济的发展，2013年阳茂高速日均车流量同比增长16.69%至31,481辆，全年实现通行费收入53,623万元，同比增长10.12%。

广梧项目于2004年正式通车，收费里程为37.9公里，为广梧高速马安至河口段，是广昆高速国高网G80的组成部分。2010年6月广梧高速二期项目建成通车，由广州至广西梧州之间的高速公路全部开通，其带来的路网协同效应改善了该路段运营能力，并提高了路费增长速度。受益于计重收费政策的实施，2013年广梧项目通行费收入为26,226.8万元，同比增长5.17%。

此外，受益于南京长江二桥等路段实施车辆限行，南京三桥的车型结构发生变化，全年其通行费收入同比增长30.61%至42,758.1万元。此外，2013年1月起，广州市环城高速对部分货运车辆限行，对广州西二环的整体营运也产生正面影响，其路费收入同比增长15.30%至30,104.4万元。同时，受路网格局变化，长沙环路日均路费收入同比增长20.27%。而2013年1月广珠西线高速全线通车，对江中项目造成小幅负面影响，其通行费收入有所下降。

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。

近年来公司以主业为核心，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

面对经营环境的变化，公司围绕主业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。2013年公司开展的委托管理业务主要包括沿江项目、南坪（二期）、贵龙项目以及龙大项目等，全年实现委托管理业务收入2.67亿元，占公司营业收入比重为8.1%。而2013年公司广告及其他业务实现收入约1.14亿元，收入占比为3.5%。

代建业务方面，2013年公司实现代建项目收入2.49亿元，主要为公司根据南坪项目二期、沿江项目及龙里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2.46亿元；根据实际发生的管理成本及税金，对于龙大市政段项目及龙里安置房一期项目，等额确认了项目委托管理服务收入297.84万元。

代管业务方面，公司2013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，该项目总投资约为7.5亿元，计划于2014年完工。龙里政府以土地出让所得作为公司建设及投入资金回收及项目回报的保障。截至2014年3月，累计工程形象进度约为80%。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

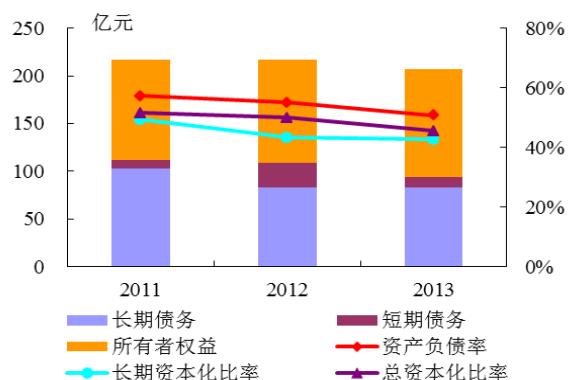


无保留意见的2011~2013年合并财务报告。其中，2011、2012年财务数据分别为2012、2013年财务报表的期初数。

资本结构

近年来公司将经营所得逐年留存，自有资本实力不断增强，负债水平逐年下降。受偿还到期债务、特许经营无形资产摊销、清连二级路相关资产处置及固定资产折旧等影响，2013年公司资产和负债规模均较上年有所下降。截至2013年12月31日，公司总资产228.40亿元，同比下降5.65%，总负债116.01万元，同比下降13.01%。同时，公司的资产负债率从上年的55.09%下降至50.79%，财务结构稳健性较好，在同行业上市公司中处于中等水平。

图 1：2011~2013 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：2013 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，由于公司在2013年偿还了以前年度发行到期的分离交易可转债和中期票据，

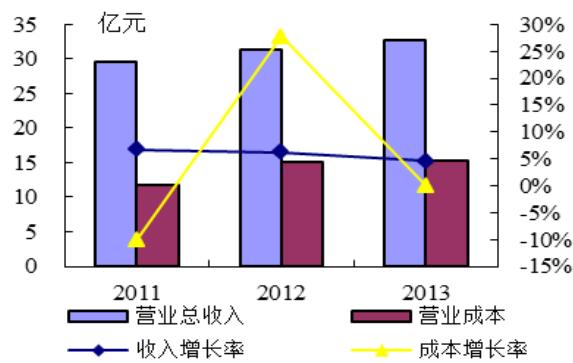
其短期债务规模大幅下降，公司债务仍以长期债务为主。截至2013年12月31日，公司长短期债务分别为83.46亿元和10.71亿元，长短期债务比值为0.13，债务结构进一步优化。考虑到公司未来几年仍有一定规模的资本性支出需求，且高速公路行业具有前期投入大、投资回收期长的特点，公司现有债务结构与其业务发展阶段较为匹配，有利于保证中长期发展资金来源的稳定。

总体来看，公司负债水平有所下降，债务结构较为合理。根据公司2014-2016年资本性支出计划，预计到2016年底，公司的资本性支出总额约为6.30亿元，其中2014年资本支出较大，为5.68亿元。但是，随着资本支出减少和到期债务的逐步偿还，公司整体负债规模将逐步下降，财务状况将获得进一步改善。

盈利能力

2013年公司实现营业收入32.79亿元，同比增长4.61%，增速较上年的6.20%有所下滑。公司营业收入主要来源于通行费收入，受益于路网贯通效应逐步显现和车流量增加等因素，2013年公司路费收入同比增长6.31%。2013年公司营业成本中通行服务成本为14.09亿元，同比增长8.28%，但当年确认的委托管理服务成本同比大幅下降65.16%，故全年公司营业成本与上年基本持平。在收入增长和成本下降的带动下，公司2013年毛利率提高至53.46%。

图 2：2011~2013 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

表 4：2013 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	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，2013年因公司偿还到期中期票据及分离交易可转债，其平均借贷规模减少，公司财务费用同比下降6.45%至5.82亿元。全年公司期间费用合计6.70亿元，三费占比为20.43%，较上年有所下降，期间费用控制水平有所提高。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。受益于收入规模的提高，2013年公司经营性业务利润为9.67亿元，同比增长19.59%。同时，参股路段经营表现良好，公司当年实现投资收益1.86亿元，较上年增长43.82%，对公司利润形成重要支撑作用。

总体来看，随着公司对统一方案、节假日免费通行等行业政策的逐步消化，其负面影响已逐步稳定。在区域车流量增多及公司实施增收节支措施等的作用下，公司盈利空间较上年有所回升。长期来看，随着公司改扩建工程陆续完工及主要收费路段逐步进入成熟期，公司核心路产的通行能力将明显提升，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。而受收费公路行业政策影响，公司未来盈利情况仍面临一定的不确定性，中证评将对此保持关注。

偿债能力

近年来，公司逐步偿还到期债务，其负债规模相应下降，2013年公司总债务94.17亿元，同比减少

13.13%。且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，公司短期偿债风险不大。未来随着投资项目的陆续完工，资本开支将减少，公司债务规模或将进一步下降。

表 5：2011~2013 年公司主要财务能力指标

	2011	2012	2013
短期债务(亿元)	9.50	25.40	10.71
长期债务(亿元)	102.54	82.99	83.46
长短期债务比	0.09	0.31	0.13
总债务(亿元)	112.04	108.39	94.17
经营性净现金流(亿元)	15.08	15.31	17.61
经营净现金流/短期债务(X)	1.59	0.60	1.64
经营净现金流/总债务(X)	0.13	0.14	0.19
EBITDA(亿元)	24.16	23.61	24.58
总债务/EBITDA(X)	4.64	4.59	3.83
EBITDA 利息倍数(X)	4.39	3.81	4.10

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。受无形资产摊销增加影响，2013 年公司 EBITDA 同比增长 4.11% 至 24.58 亿元。在现金流方面，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，2013 年公司经营活动净现金流为 17.61 亿元，同比增长 15.06%。因资本开支有所增加，投资活动现金净流出同比上升 17.99%，同时偿还到期债务以及实施相关融资安排和债务结构调整，致使当年筹资活动现金净流出 21.21 亿元。

从短期偿债能力指标看，2013 年公司短期债务大幅减少，致使当年 EBITDA、经营净现金流与短期债务比率较上年分别上升至 2.30 和 1.64，短期偿债能力有所增强。长期偿债能力方面，2013 年公司经营净现金流/总债务比率为 0.19，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 3.83，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 4.10 倍。总体而言，随着收入的提高，2013 年公司整体偿债能力较上年有所增强，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 2013 年 12 月 31 日，公司共获得银行授信额度 144 亿元，尚未使用银行授信额度为 60 亿元。此外，除发行公司债、企业债外，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，虽然外部融资收紧，但公司加强内部资金的统筹力度，且其融资渠道较为多元化，公司备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司对非子公司的担保余额为 8.18 亿元，其中 8 亿元系公司于 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，0.18 亿元系为美华公司在香港融资需要，公司以信用担保的方式向作为担保主体的工行深圳分行进行的反担保。同期，公司对子公司提供的担保余额为 0.78 亿元。2013 年公司对外担保余额合计 8.96 亿元，担保余额占归属于母公司净资产比例为 8.99%，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及子公司融资提供的反担保，预计或有风险相对可控。

综合而言，公司短期内仍存在一定规模的资本支出，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 6：截至 2013 年 12 月 31 日公司对外担保情况

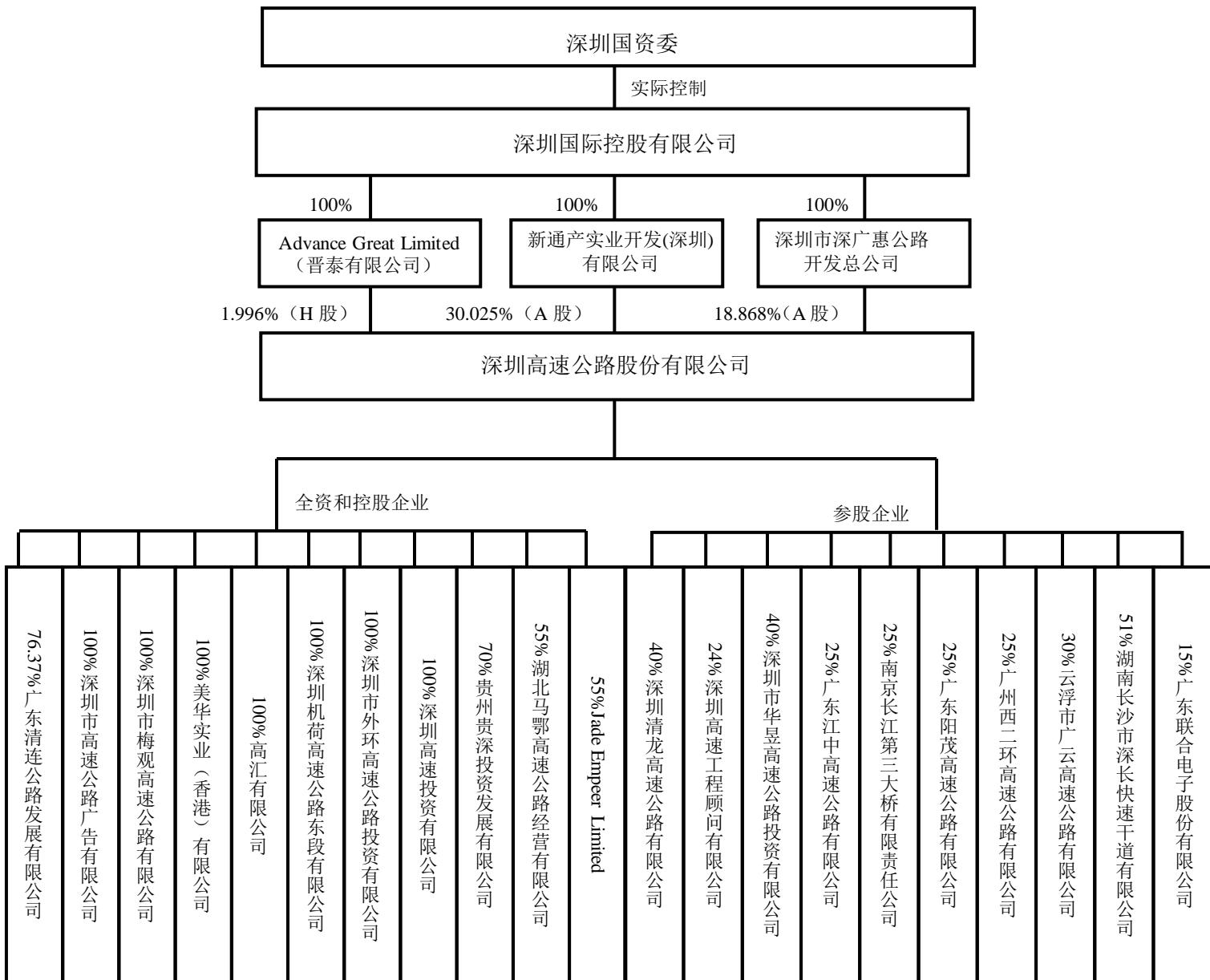
担保对象	发生日期	担保金额	担保类型	担保事项
建行 深圳分行	2007/4/20	8 亿元	反担保	企业债
工行 深圳分行	2010/9/17	0.23 亿港元	反担保	银行借款
贵州贵深 投资发展 有限公司	2013/1/10	0.78 亿元	保证担保	银行借款
合计	-	8.96 亿元	-	

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

结 论

中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 **AA⁺**，维持深高速主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定。

附一：深圳高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：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)	2011	2012	2013
货币资金	217,567.02	195,605.60	109,479.67
应收账款净额	31,574.54	38,581.29	49,533.08
存货净额	364.33	298.00	34,501.81
流动资产	270,679.35	270,491.78	223,772.78
长期投资	161,611.49	165,374.32	160,438.44
固定资产合计	126,010.11	113,026.15	116,441.82
总资产	2,460,879.27	2,420,912.50	2,284,010.75
短期债务	95,021.58	253,999.11	107,072.69
长期债务	1,025,428.04	829,942.05	834,581.60
总债务(短期债务+长期债务)	1,120,449.62	1,083,941.16	941,654.29
总负债	1,411,140.50	1,333,620.91	1,160,112.18
所有者权益(含少数股东权益)	1,049,738.77	1,087,291.60	1,123,898.57
营业总收入	295,161.91	313,462.31	327,928.11
三费前利润	166,381.32	151,111.83	163,712.52
投资收益	12,770.20	12,909.95	18,567.66
净利润	91,953.78	72,658.30	75,076.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	241,593.66	236,120.62	245,820.90
经营活动产生现金净流量	150,813.06	153,065.47	176,122.48
投资活动产生现金净流量	-74,085.73	-42,805.56	-50,505.48
筹资活动产生现金净流量	82,814.37	-131,595.43	-212,138.74
现金及现金等价物净增加额	159,064.09	-21,374.92	-86,456.75
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	59.94	51.80	53.46
所有者权益收益率(%)	8.76	6.68	6.68
EBITDA/营业总收入(%)	81.85	75.33	74.96
速动比率(X)	1.06	0.69	0.85
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.14	0.19
经营活动净现金/短期债务(X)	1.59	0.60	1.64
经营活动净现金/利息支出(X)	2.74	2.47	2.94
EBITDA 利息倍数(X)	4.39	3.81	4.10
总债务/EBITDA(X)	4.64	4.59	3.83
资产负债率(%)	57.34	55.09	50.79
总资本化比率(%)	51.63	49.92	45.59

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=营业收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

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+应付短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

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

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

所有者权益收益率=当期净利润*2/(期初所有者权益(含少数股东权益)+期末所有者权益(含少数股东权益))

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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

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(营业总收入净额)/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)

总资产报酬率=净利润*2/(期初资产总计+期末资产总计)

附四：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。