信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕389 号

深圳高速公路股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳高速公路股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）进行综合分析和评估，确定：

深圳高速公路股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳高速公路股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

深圳高速公路股份有限公司
公开发行2020年公司债券（第一期）（疫情防控债）
信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过20.00亿元（含）
债券期限：5（3+2）年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020年3月10日
主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	392.18	440.15	411.01	435.57
所有者权益（亿元）	162.41	157.89	195.40	205.46
长期债务（亿元）	159.78	175.91	136.54	138.71
全部债务（亿元）	176.30	217.73	141.51	150.65
营业收入（亿元）	48.67	52.10	58.07	41.85
净利润（亿元）	12.08	15.04	35.79	23.30
EBITDA（亿元）	37.41	43.66	71.75	--
经营性净现金流（亿元）	23.79	29.75	32.22	12.86
营业利润率（%）	41.97	47.18	49.92	48.53
净资产收益率（%）	7.36	9.39	20.26	--
资产负债率（%）	58.59	64.13	52.46	52.83
全部债务资本化率（%）	52.05	57.96	42.00	42.31
流动比率（倍）	1.49	0.63	1.25	1.09
EBITDA全部债务比（倍）	0.21	0.20	0.51	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.40	4.78	6.80	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.87	2.18	3.59	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 由于会计政策变更及深圳市广深沿江高速公路投资有限公司按同一控制下企业合并纳入公司合并范围，根据企业会计准则的相关要求，公司对以前年度合并财务报表数据进行追溯调整，本报告采用追溯调整后财务数据；4. 将其他非流动负债纳入长期债务核算；5. 2019年三季报财务报表未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”或“深高速”）的评级反映了公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设运营类上市公司，运营路产区位优势明显，收入规模持续增长，盈利能力强，经营性现金稳定净流入。此外，公司收购重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20%股权、深圳市水务规划设计院有限公司（以下简称“深圳水规院”）15%股权和包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）67%股权，通过并购和增资获得南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）51%股权，实现主营业务多元化转型。同时，联合评级也关注到公司存在一定资本支出压力、高速公路运营受政策因素影响较大等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着外环A段项目完工运营，公司收费公路运营里程有望进一步增长。公司拟非公开发行股票，若增发成功，有利于增强公司资本实力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设运营类上市公司，控股、参股路产区位优势明显，运营情况良好，车流量和通行费收入整体呈上升趋势。

2. 新增路产方面，公司收购益常高速和沿江高速100%股权。未来随着外环A段项目完工通车，公司在深圳地区高速公路路网布局进

一步完善。

3．公司收购德润环境 20%股权、深圳水规院 15%股权和包头南风 67%股权，通过并购和增资获得南京风电 51%股权，业务拓展至环保产业，实现业务多元化。

关注

1．公司高速公路业务受政策因素影响较大；委托管理业务收入受项目规模、当期完工进度等因素的变动影响易产生较大的波动。

2．公司均以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理等，联合评级将持续关注环保业务的后续运营情况。

3．公司在建项目存在一定资本支出压力。

分析师

崔　莹
电话：010-85172818
邮箱：cuiy@unitedratings.com.cn

张　蔚
电话：010-85172818
邮箱：zhangw@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

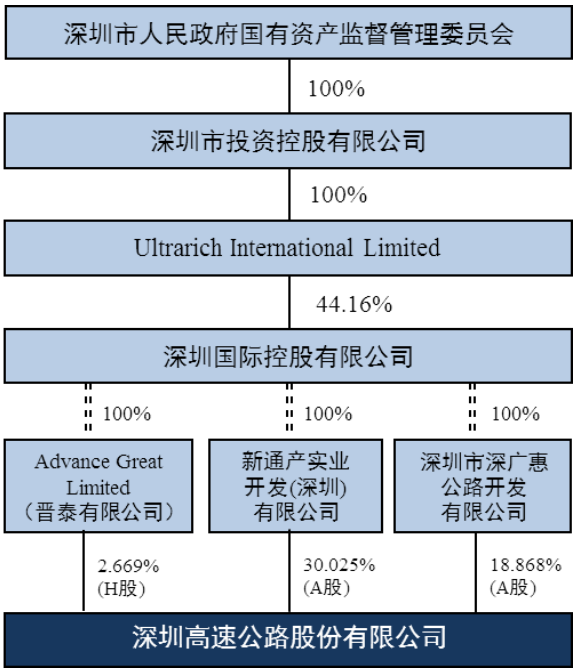
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”或“深高速”）于 1996 年 12 月注册成立，初始注册资本 12.68 亿元，后于 1997 年 3 月和 2001 年 12 月分别在香港联合交易所（股票代码：00548.HK）、上海证券交易所（股票代码：600548.SH）挂牌上市。截至 2019 年 9 月底，公司股权结构图如图 1 所示，深圳国际控股有限公司（以下简称“深国际”）通过其全资子公司新通产实业开发（深圳）有限公司、深圳市深广惠公路开发有限公司及 Advance Great Limited（晋泰有限公司）间接持有公司合计 51.561%股份，为公司的控股股东。公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）。

图 1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资、建设及经营管理公路和道路；经营进出口业务（凭资格证书经营）。

截至 2019 年 9 月底，公司拥有 41 家子公司，公司本部设运营管理部、工程管理部、审计部、纪检监察室、新能源事业部等 17 个职能部门。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 411.01 亿元，负债合计 215.61 亿元，所有者权益 195.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 173.87 亿元。2018 年，公司实现营业收入 58.07 亿元，净利润 35.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 34.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.96 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 435.57 亿元，负债合计 230.11 亿元，所有者权益 205.46 亿元，其中归属于母公司所有者权益 179.96 亿元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 41.85 亿元，净利润 23.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.59 亿元。

公司注册地址：深圳市龙华区福城街道福民收费站；法定代表人：胡伟。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“深圳高速公路股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）”，发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，采用固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金用于偿还公司债务、补充流动资金。

三、收费公路行业分析

1. 行业概况

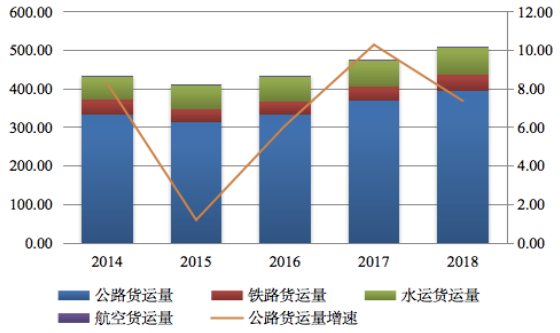
随着路网的日趋完善，我国收费公路行业发展进入平稳发展阶段，2014－2018 年，收费公路里程年均复合增长 0.84%。从各区域收费公路通车里程方面看，截至 2018 年底，西部地区里程数位居第一，达 70,458 公里，其次分别是东部和中部，里程数分别为 49,234 公里和 48,379 公里。新增里程方面，西部地区仍为主要增量区域，其中 2018 年西部地区新增里程数为 2,656 公里，占全国新增里程比重为 61.26%。根据各省市“十三五”规划，截至 2020 年底，全国高速公路里程预计达到约 16.7 万公里，增量主要集中在中西部地区，而东部及中部路网较完善地区则把解决断头路及力争实现县县通高速作为首要目标。根据交通运输部发布的《2018 年交通运输行业发展统计公报》显示，截至 2018 年底，我国高速公路总里程达 14.26 万公里（占收费公路里程的 84.83%），比上年末增加 0.61 万公里，其中国家高速公路 10.55 万公里，比上年末增加 0.33 万公里，我国高速公路通车里程居世界第一。

从建设投资支出情况看，截至 2018 年底，我国全年完成公路建设投资 21,335 亿元，较上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成投资 9,972 亿元，较上年增长 7.7%，增速较 2017 年（12.4%）有所下降。2019 年 1－9 月，全国完成公路建设投资 20,242.14 亿元，较上年同期增长 1.89%。由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT[1]模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求，高速公路建设资金主要来自银行贷款。截至 2018 年底，全国高速公路累计债务余额 53,666.19 亿元，较上年增长 7.62%，其中银行贷款余额占 84.55%。

从公路运输情况看，公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，根据《2018 年交通运输行业发展统计公报》显示，2018 年公路运输承担了国内约 78%的货物运输量和 76%的旅客运输量。货运方面，受宏观经济增速持续放缓、高铁路网联通、“公转铁”及环保政策等因素影响，2014－2018 年国内公路货运量增速波动下降。客运方面，随着铁路网络的扩大，2015 年开始公路客运量出现明显下降，铁路客运周转量已超过公路客运周转量。2019 年 1－9 月，公路完成货运量 302.79 亿吨，较上年同期增长 5.71%；公路完成客运量 98.26 亿人，较上年同期下降 4.99%。

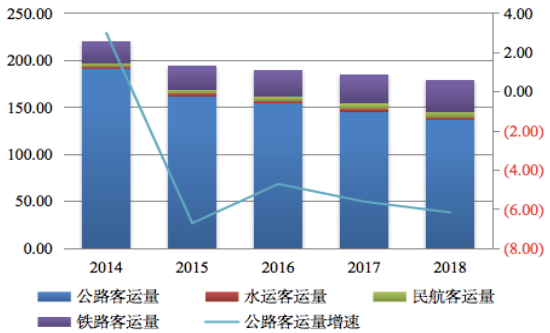
[1]BOT 为 build-operate-transfer，即建设-运营-转让。

图 2　2014－2018 年我国货运运输情况(单位：亿吨、%)



资料来源：2014－2018 年交通运输行业发展统计公报

图 3　2014－2018 年我国客运运输情况(单位：亿人次、%)



资料来源：2014－2018 年交通运输行业发展统计公报

从通行费收入看，2016－2018 年，我国收费公路高速公路通行费总收入年均复合增长 11.18%。2018 年，我国高速公路实现通行费总收入 5,168.38 亿元，较上年增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占 93.08%。2016－2018 年，我国收费公路高速公路总支出年均复合增长 6.20%。其中，2018 年我国高速公路支出总额 9,025.69 亿元，较上年增长 5.89%。2016－2018 年，我国收费公路高速公路通行费收支缺口波动增长，年均复合增长 0.47%，其中 2018 年我国收费公路高速公路通行费收支缺口 3,857.31 亿元，收支缺口大。

总体看，我国收费公路行业投资增速有所放缓但路网建设仍有一定空间，未来建设重心仍向中西部倾斜，大额投资需求仍将持续，相应的高速公路里程和债务余额将持续增长。随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

2. 行业政策

收费公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

近年来，为了降低社会物流成本、减轻企业负担，同时兼顾收费公路行业的收支平衡和收费公路建设的资金保障，我国相继出台了多项相关政策。2018 年 12 月，交通运输部就发布的《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”）公开征求意见，《修订草案》在建设规模、收费期限、费率、补偿机制等方面，都做了新的调整，确认了长期收费原则。具体包括新建高速公路可以突破 30 年收费期；明确现有高速改扩建可延长收费期；确立实施差异化收费以及动态调整机制；经营性高速到期还给政府后，依然实施养护性收费。若《修订草案》审议通过，对于缓解收费公路行业企业偿债压力、促进行业收支平衡和可持续发展等有一定积极意义。

2018 年 6 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，政策明确提出将优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，旨在通过 3 年内（2018－2020 年）大幅减少大气污染、改善环境空气。同年 10 月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018－2020 年）》，指出将优化调整货物运输结构，提升铁路货运比例，推动煤炭、矿石等大宗货物运输的“公转铁、公转水”。将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运，不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路，还能够大幅降低物流成本。随着“公转铁”等货运调整政策的发力，公路货运面临一定的分流压力。

表 1　近年来收费公路行业主要政策

政策名称	颁布单位	核心内容及主旨	颁布时间/实施时间
《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	继续完善高速公路网络，加快推进“7118”[2]以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设	2017 年 2 月
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	财政部、交通运输部	要求改变以往政府收费公路“贷款修路、收费还贷”的模式，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金，这将是今后政府修建收费公路解决举债融资问题的唯一渠道	2017 年 7 月
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院	要求优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，计划通过三年集中攻坚实现全国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨（增长 30%）、水路货运量较 2017 年增加 5 亿吨（增长 7.5%）、沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨的目标	2018 年 6 月
《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》的通知	国务院办公厅	以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系	2018 年 10 月
《收费公路管理条例（修订草案）》公开征求意见	交通运输部	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、直辖市政府；对投资规模大的经营性高速公路，收费期可以超过 30 年；确立偿债期、经营性、养护期三类收费，并实施差异化收费以及动态调整机制	2018 年 12 月
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	国务院办公厅	力争 2019 年底前基本取消全国高速公路省界收费站;清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见；调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担	2019 年 5 月
《交通强国建设纲要》	中共中央、国务院	要牢牢把握交通“先行官”定位，适度超前，推动交通发展的“三个转变[3]”，到 2020 年完成全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务，并将未来发展目标分为两个阶段实现:第一阶段从 2021 年到 2035 年，基本建成交通强国，形成“三张交通网[4]”和“两个交通圈[5]”；第二阶段到本世纪中叶，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国	2019 年 9 月
《疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费》	交通运输部	免收全国收费公路车辆通行费的时间范围从 2020 年 2 月 17 日零时起，至疫情防控工作结束。具体截止时间，将根据疫情防控工作需要，另行通知。其中，联网收费高速公路以车辆驶离出口收费车道的时间为准，开放式收费的高速公路和普通收费公路以车辆通过收费站的时间为准	2020 年 2 月

资料来源：联合评级整理

总体看，收费公路行业整体面临良好的政策环境。《纲要》作为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力，此外疫情期间高速公路免收通行费政策实施，对高速公路企业盈利产生较大冲击。

[2] 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线
[3] 三个转变即推动交通发展由追求速度规模向更加注重质量效益转变，由各种交通方式相对独立发展向更加注重一体化融合发展转变，由依靠传统要素驱动向更加注重创新驱动转变。
[4] 三张交通网即发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网。
[5] 两个交通圈是指围绕国内出行和全球的快货物流建立起来的快速服务体系，即“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”。

3. 行业竞争

从行业的进入门槛（潜在竞争者）来看，收费公路行业需要较高的支出，属资金密集型行业，其运营的路产具有较强的公共产品属性，收费标准受到国家政策调控，企业无定价自主权，同时其建设回报周期长，综合因素决定其行业进入壁垒较高。从竞争格局看，我国收费公路企业大致分为省级集团企业、市级交通建设运营主体和拥有少量/单一路产的企业。目前，我国大多数省份均组建了自身的省级收费公路投资运营主体，并集中了本省内大部分收费公路路产，具有通车里程长、资产规模大、业务多元化的特点，其实际控制人一般为省国资委或省交通厅。市级收费公路主体主要负责本市内收费公路的建设运营维护，具有较强的区域专营优势，控制人一般为市国资委或市交通运输局。从替代运输方式看，近年来随着民航、高铁网络日益完善，对公路客运量分流明显，公路运输客运量占比下降、货运量占比上升。

总体看，收费公路行业准入壁垒较高，行业内竞争较弱，行业外民航、铁路客运对公路客运分流效果明显。

4. 行业关注

（1）债务支出压力大，收支缺口大

收费公路初始投资规模大、投资回收期长、准公共品的特性决定了收费公路行业债务规模大、经营企业资产负债率偏高、收入与支出不匹配情况长期存在的特点。2018 年，收费公路行业收支缺口 4,069.4 亿元，较上年增长 1.1%，收支缺口大。

（2）铁路、航空运输替代效应显著，新投产收费公路路产培育期将更长

随全国交通路网的逐渐覆盖完善，各区域铁路、航空等交通网络布局完善，铁路运输等成本及效率更高的运输工具替代效应更加显著，若未来新投产或新建收费公路在通行费方面不能体现出较低成本优势，车流量不达预期，未来新投产或新建路产培育期及投资回收期或将延至更长。

5. 未来发展

2020 年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，预计未来收费公路行业整体经营仍将维持该态势。同时，《纲要》的发布，明确了建设交通强国战略，我国交通基础施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设运营类上市公司。截至 2019 年 9 月底，公司控股及参股的收费公路项目共计 16 个，所投资的高速公路里程数按权益比例折算约 546 公里；路产主要分布在深圳市和广东省其他地区，其余 4 个项目地处湖北、湖南和江苏，并位于或连接三省的省会城市武汉、长沙及南京，区位优势明显。

此外，公司在公路的投资、建设和运营管理等方面积累了丰富的经验，建立了完善的投资决策体系、建造和运营管理体系。近年来，公司接受政府委托开展了多项政府工程的建设管理工作，目前主要的代/自建项目包括外环 A 段项目、沿江项目二期、货运组织调整项目等。公司在输出工程管

理技术和经验方面具有一定的竞争优势。

总体看，公司运营路产区位优势明显，运营情况良好，在输出公路工程管理技术和经验方面具有一定的竞争优势。

2. 人员素质

公司现有管理人员团队对高速公路行业整体状况和公司的运营发展情况较熟悉，具有丰富的管理经验。

胡伟先生，1962 年出生，毕业于南澳大利亚大学风险管理专业，硕士学位，拥有高级经济师职称和丰富的企业管理运营以及投资、融资、资本运作、审计与风险管理等企业管理及境外企业工作经验。2001 年 10 月至 2011 年 8 月期间任职于中国光大银行，2011 年 8 月起任深国际副总裁，2012 年 1 月起担任公司董事，2015 年 1 月起担任公司董事长。

廖湘文先生，1968 年出生，西南政法大学商法专业博士；拥有多年的收费公路营运管理、人力资源管理和法律事务管理经验，历任公司公共关系部副经理、人力资源部总经理等职，于 2009 年 9 月至 2018 年 8 月任公司副总裁。现任公司执行董事、总裁。

截至 2019 年 9 月底，公司在职员工约 5,000 人。按文化素质划分，硕士以上学历员工占 4.42%，本科学历员工占 11.92%，大专及以下学历员工占 83.66%。按岗位构成划分，收费作业人员占 75.66%，其他管理及专业人员占 12.26%，营运管理人员占 6.00%，工程人员占 4.20%，财务人员占 1.88%。

总体看，公司管理人员具有较丰富行业运营管理经验，员工构成合理，能够满足公司目前生产经营的需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》《证券法》《香港联合交易所股票上市规则》《上海证券交易所上市规则》及其他有关法律、法规，开展公司治理工作，建立了股东大会、董事会、监事会和经理层组成的公司治理架构，并以公司章程为基础制订了多层次的治理规则，用以明确各方的职责、权限和行为准则。股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。

董事会是公司经营决策机构，对股东大会负责。截至 2019 年 9 月底，公司董事会共 11 位董事。公司董事会设董事长 1 人，董事会成员中三分之一以上为独立董事，其中至少有 1 名会计专业人士。公司设有监事会，监事会由 3 名监事组成，由 2 名股东代表和 1 名公司职工代表组成，监事任期三年，可以连选连任。公司董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或者解聘。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善。

2. 管理体制

公司作为上市公司，结合自身实际状况和特点，通过投资、并购等方式获取下属高速公路公司，控股的各子公司主要覆盖各自区域内高速公路运营管理，公司给予子公司人、财、物等资源协调及各项支持。目前，公司在公司管治、营运管理、工程建设、财务和行政人事等各方面均建立了较为完善和细致的内部管理制度和工作程序。

总体看，公司管理制度相对完善。

六、经营分析

1. 经营概况

从营业收入构成来看，通行费收入是公司目前营业收入最主要来源。2017 年，公司路费收入较上年增长 15.26%，主要系运营路产通行费收入增长及公司运营路产新增益常高速及长沙环路所致；2018 年，公司通行费收入较上年增长 8.17%，主要系益常高速和长沙环路为全年通行费收入，新增运营路产沿江高速，且车流量自然增长及路网进一步完善带来通行费收入增长所致。受贵龙开发项目开发及交付进度影响，2016－2018 年公司房地产开发收入波动增长。公司委托管理服务业务受项目规模、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因素的变动影响，所确认的相关服务收入存在一定的波动。为支持深高速顾问公司在资本市场的发展战略，公司工程咨询业务自 2016 年 11 月起不再纳入公司合并范围。公司其他收入主要来源于公司收费公路两旁、收费广场的广告牌出租及高速公路项目管理咨询和电子清算业务等。

表 2　2016－2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	40.64	83.50	48.75	46.84	89.89	49.92	50.66	87.24	52.83
房地产开发收入	2.54	5.21	16.03	3.17	6.09	26.35	2.86	4.92	39.24
委托管理服务收入	0.70	1.45	-31.47	0.75	1.45	33.65	2.46	4.24	25.32
工程咨询收入	3.34	6.86	16.70	--	--	--	--	--	--
其他收入	1.45	2.98	40.31	1.34	2.57	39.13	2.09	3.60	46.96
合计	**48.67**	**100.00**	**43.43**	**52.10**	**100.00**	**47.97**	**58.07**	**100.00**	**50.78**

注：其他收入主要为广告业务收入
资料来源：公司提供

毛利率方面，公司通行费收入板块毛利率表现相对稳定；2018 年毛利率较上年提升 2.90 个百分点，主要系南光高速和盐排高速因 2018 年底全部冲回剩余公路养护责任拨备余额，毛利率有所上升所致。房地产开发业务毛利率持续提升，主要系受市场行情影响及公司加强成本管控所致。2016－2018 年，公司综合毛利率持续增长，整体水平较高。

2019 年 1－9 月，公司营业收入为 41.85 亿元，较上年同期增长 1.09%，变化不大；综合毛利率为 49.41%。

总体看，通行费收入为公司营业收入的最主要来源，收入规模持续增长，营业收入稳步提升，毛利率水平较高。

2. 高速公路投资与运营业务

截至 2019 年 9 月底，公司控股及参股的收费公路项目共计 16 条，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 546 公里，全部为经营性高速公路，其中 65.7 公里尚在建设中，具体情况如下表所示。公司经营和投资的收费公路主要分布在深圳市和广东省其他地区，此外，公司通过股权并购向其他省份拓展，目前所投资的项目地处湖北、湖南和江苏并位于或连接三省的省会城市武汉、长沙及南京，区位优势明显。

2016－2018 年，公司主要新增路产方面，2017 年 4 月湖南长沙市深长快速干道有限公司（原为

公司合营企业）纳入公司合并范围，深长公司主要运营管理路产为长沙环路；公司于 2017 年 6 月完成对湖南益常高速公路开发有限公司（以下简称“益常公司”）股权的收购，收购对价为 12.7 亿元，获得其运营的益常高速 100%权益；于 2018 年 2 月完成深圳市广深沿江高速公路投资有限公司（以下简称“沿江公司”）100%股权的收购，收购对价为 14.72 亿元，运营路产新增沿江项目。移交路产方面，盐排高速、盐坝高速及南光高速自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，公司按协议约定的方法计算并确认该等公路项目的收入；根据调整协议的相关内容，深圳市交通运输局（以下简称“深圳交委”）于 2018 年四季度确定提前收回盐坝高速、盐排高速和南光高速剩余的收费公路权益，并就此按调整协议约定给予公司现金补偿。

高速公路改扩建方面，阳茂高速为公司参股路产，公司持有广东阳茂高速公路有限公司（以下简称“阳茂公司”）25%股权，2018 年 6 月公司与阳茂公司其他股东签订出资协议，根据出资协议，阳茂公司三名股东将按各自所持有的股份比例向其出资合共 30.24 亿元（其中公司应出资 7.56 亿元）作为阳茂高速改扩建项目的资本金，阳茂高速将按八车道标准进行改扩建，改扩建项目总投资金额约为 86.4 亿元。阳茂高速地理位置优越，营运表现较稳定，随着沿线经济的发展，对其交通需求增长，对阳茂高速进行改扩建可进一步发挥其线位优势。

表 3　截至 2019 年 9 月底公司控股及参股高速公路收费公里情况（单位：%、公里、条）

收费项目	权益比例	控股/参股	位置	收费里程	车道数量	状况	收费到期日
广东省-深圳地区：							
梅观高速	100	控股	深圳	5.4	8	营运	2027.03
机荷东段	100	控股	深圳	23.7	6	营运	2027.03
机荷西段	100	控股	深圳	21.8	6	营运	2027.03
水官高速	50	控股	深圳	20	10	营运	2027.02
水官延长段	40	参股	深圳	6.3	6	营运	2027.02
沿江项目	100	控股	深圳	36.6	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环 A 段项目	100	控股	深圳	60	6	在建	--
广东省-其他地区：							
清连高速	76.37	控股	广东	216	4	营运	2034.07
广梧项目	30	参股	广东	37.9	4	营运	2027.11
阳茂高速	25	参股	广东	79.8	4	营运	2027.07
江中项目	25	参股	广东	39.6	4	营运	2027.08
广州西二环	25	参股	广东	40.2	6	营运	2030.12
其他省份：							
武黄高速	100	控股	湖北	70.3	4	营运	2022.09
长沙环路	51	控股	湖南	34.7	4	营运	2029.10
南京三桥	25	参股	江苏	15.6	6	营运	2030.10
益常高速	100	控股	湖南	78.3	4	营运	2033.12

资料来源：公司年报

从车流量看，除水官高速及水官延长段外，深圳地区的高速公路日均车流量均呈增长态势；水官高速及水官延长段日均车流量波动下降，主要系水官高速因龙岗至横坪路段边坡塌方，自 2018 年 9 月 5 日起对该路段东西向车道进行封闭维修施工，清平高速二期免费通行亦产生一定分流影响，超限管理规定的实施对水官高速的货运车流量产生一定负面影响等因素综合作用所致。广东省其他地区的高速公路日均车流量除广梧高速外，均持续增长；广梧高速日均车流量波动下降，主要系 2017

年广梧高速受周边路网开通的分流影响所致；2018 年受车流量自然增长影响，日均车流量有所回升。其他省份的高速公路车流量基本呈增长状态。

从通行费收入看，深圳地区的高速公路日均路费收入均呈上升态势，水官高速 2018 年日均路费收入较上年略有下降，变化不大。阳茂高速 2018 年日均路费收入较上年有所下降，主要系受深茂高铁江湛段及云湛高速新阳二期分别于 2018 年 7 月及 9 月开通所产生的分流影响所致；广梧高速日均路费收入与日均车流量变动一致，呈波动下降趋势；广东省其他地区的清连高速、江中项目和广州西二环日均路费收入持续增长。其他省份的高速公路日均路费收入整体呈增长态势。

表 4　2016－2018 年公司控股及参股收费公路运营情况（单位：千辆次、千元）

公路名称	日均车流量			日均路费收入		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
广东省-深圳地区：						
梅观高速	83	92	100	311	336	351
机荷东段	250	271	289	1,767	1,962	2,076
机荷西段	202	215	222	1,642	1,729	1,794
沿江高速	--	82	90	--	1,093	1,273
水官高速	227	216	219	1,693	1,763	1,738
水官延长段	98	75	80	300	314	329
广东省-其他地区：						
清连高速	37	41	43	1,835	2,017	2,084
阳茂高速	46	50	51	1,800	1,820	1,771
广梧高速	40	35	39	1,025	832	869
江中项目	120	142	149	1,133	1,249	1,313
广州西二环	59	71	74	1,074	1,343	1,653
其他省份：						
武黄高速	44	51	53	939	1,005	1,056
益常高速	--	--	50	--	--	1,119
长沙环路	26	32	36	312	373	395
南京三桥	27	33	34	1,098	1,270	1,341

注：1. 日均混合车流量数据不包括假日免费通行的车流量；2. 水官延长段日均车流量与日均通行费收入变化存在不匹配，主要系 2018 年日均车流量统计方法有所变更，将借道水官延长段龙景站进出，但实际不属于水官延长段的车流量剔除所致
资料来源：公司年报，联合评级整理

除车流量变化外，高速公路收入实现受政策影响较大。

2018 年 2 月，深圳交委与公司的全资子公司沿江公司就沿江项目实施货车运输收费调整事宜（以下简称“收费调整”）签订了协议。根据收费调整方案，自 2018 年 3 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，沿江项目通行的全部类型货车将按正常收费标准的 50%收取通行费，深圳交委为此给予沿江公司 3.02 亿元的补偿。收费调整方案实施期限届满之前，有关各方将进一步协商确定其后续安排，如果收费调整方案不再实施，沿江项目通行的全部类型货车将恢复正常收费标准。除沿江项目外，运营的其他高速公路近年来收费标准未调整，具体收费标准见附件 3。

2015 年 11 月，公司与深圳交委签订调整收费协议，南光高速（收费里程 31.0 公里）、盐排高速（收费里程 15.6 公里）、盐坝高速（收费里程 29.1 公里）实施免费通行，深圳交委根据相应调整方式以现金对公司进行补偿，补偿方案分两阶段进行。第一阶段，公司在保留调整路段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该等路段

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）；第二阶段，将在第一阶段届满前 10 个月内，由深圳交委根据不同情况选择自 2019 年 1 月 1 日零时起采用方式一或方式二执行：若采用方式一，则继续沿用第一阶段的调整方式；若采用方式二，深圳交委将提前收回调整路段的收费公路权益并给予相应的补偿，公司将不再拥有该等路段的收费公路权益，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的情况下，本次调整的补偿金额的总额暂定为 96.88 亿元；在第二阶段采用方式二的情况下，本次调整的补偿金额的总额暂定为 76.52 亿元。公司已于 2015 年 12 月收到深圳交委支付补偿款 65.88 亿元，计入其他非流动负债并进行逐年抵减。2018 年底，深圳交委提前收回了公司持有的盐坝高速、盐排高速和南光高速剩余收费公路权益并按约定给予现金补偿，根据中国企业会计准则的相关规定，公司于 2018 年底对盐坝高速、盐排高速和南光高速公司确认资产处置收益 19.61 亿元，自 2018 年 12 月 31 日 24 时起，公司不再拥有盐坝高速、盐排高速和南光高速的收费公路权益。

2020 年 2 月，交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，经国务院同意，在新冠肺炎疫情防控期间，免收全国收费公路车辆通行费。免收通行费的时间范围为 2020 年 2 月 17 日起，至疫情防控工作结束。免收通行费的车辆范围为依法通行收费公路的所有车辆。受上述政策影响，公司 2020 年通行费收入将有所下降。

总体看，公司控股及参股高速公路区位优势明显，车流量及路费收入呈增长态势，但受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间全国收费公路车辆通行费免收政策影响，公司通行费收入将有所下降。

3. 委托管理服务业务

（1）委托代建业务

委托代建业务主要是公司依托所积累的项目管理经验，为委托方提供工程项目管理服务并获得一定工程管理费用，并根据完工百分比法确认相关收入。截至 2019 年 9 月底，公司主要在建的代建项目包括外环 A 段项目、货运组织调整项目、朵花项目等。

外环 A 段项目为双向六车道，全长约 60 公里，预计总投资额 203.10 亿元。2016 年 3 月，深圳交委与公司全资子公司深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）签署特许经营权合同；同时公司、外环公司及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）签订共建协议。根据共建协议，公司、外环公司和特建发将共同投入资金或安排融资建设外环 A 段项目（公司及外环公司合共投入资金或安排融资 65 亿元，其余金额由特建发投入），外环公司为外环 A 段项目的建设经营主体，全面负责外环 A 段的建设、收费、设施、路产、财务等经营管理，且公司接受委托负责外环 A 段项目的建设管理，以工程总额加成 1.5%测算委托管理费。截至 2019 年 9 月底，外环 A 段项目已实现投资 126.80 亿元，土地征收和拆迁工作基本完成，已完成约 81%的路基工程、约 61%的桥梁工程、约 100%的隧道工程和约 14%的路面工程。

2018 年 3 月，子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）与贵州省贵龙县政府、贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙实业”）签订合作协议，贵深公司负责朵花项目的投融资、设计委托与管理。朵花项目包括但不限于朵花大桥（全长 1,260 米）及两侧道路工程的路基、路面等，全长约 2.2365 公里，预计总投资额为 9.92 亿元。朵花项目土地约 235 亩，成交金额约 1.212 亿元。朵花项目的建设期 3 年，运行期 7 年，工程费用在 7 年运行期平均支付，此外自朵花项目实际竣工日起，贵龙实业支付公司一定的投资回报，以尚未支付的工程费用为本金，以基准利率上浮 40%为年投资回报率计算。贵龙实业负责取得投资合作协议指定土地的一级开发权并将上述土地的一级开发收益全部用于支付朵花项目的建设费用。截至 2019 年 9 月底，朵花项目已完

成约 19%的形象进度，临建工程已完工，桥梁基础工程全部完工，已投资 1.70 亿元。收入确认方面，2018－2019 年，项目完工进度低于 50%，按照成本及税金等额确认收入；2020 年后完工进度超过 50%，按照完工百分比法确认收入。

截至 2019 年 9 月底，公司主要代建项目预计总投资额 240.26 亿元，尚需投资金额 94.33 亿元。公司代建项目中除朵花项目及外环 A 段项目部分需要公司出资，其余项目资金筹措方式主要由委托方出资，公司代建项目资金支出压力相对较小。

表 5　截至 2019 年 9 月底公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金筹措方案	已投资	未来投资计划		
					2019 年 10－12 月	2020 年	2021 年
外环 A 段项目	2014－2020	203.10	委托方出资及项目公司自筹	126.80	7.19	24.80	36.59
德政路项目	2014－2014	2.14	委托方出资	1.70	--	0.44	--
梅观新建收费站及配套项目	2014－2015	3.14	委托方出资	2.94	--	0.20	--
龙大市政段项目	2014－2015	2.15	委托方出资	1.89	0.01	0.25	--
观澜人民路-梅观高速节点工程	2015－2017	1.46	委托方出资	1.33	--	0.13	--
货运组织调整项目	2016－2021	14.76	委托方出资	8.13	0.20	2.19	3.40
龙华市政项目	2018－2020	3.59	委托方出资	1.44	0.50	1.06	--
朵花项目	2018－2021	9.92	公司出资	1.70	1.92	2.37	3.11
合计	--	**240.26**	--	**145.93**	**9.82**	**31.44**	**43.10**

注：1. 外环 A 段项目总投资为项目初步设计概算额，已投资额为项目实际投资额，包含政府投资部分，126.80 亿元中公司已投资额为 31.91 亿元；2. 德政路项目已完工交付使用，但结算手续尚未完成，仍列示在代建项目里；2020 年将要支出的 0.44 亿元为后续支付结算款
资料来源：公司提供

（2）委托代管业务

为避免同业竞争，自 2008 年 1 月起，公司母公司深圳国际通过全资子公司深圳市宝通公路建设开发有限公司（以下简称“宝通公司”）与公司签订委托管理合同的方式，将其持有的深圳龙大高速公路有限公司（以下简称“龙大公司”）89.93%股权委托予公司代为经营管理，合同期限为 2008 年 1 月至 2018 年 12 月，委托管理费为 1,800 万元/年，以现金方式支付给公司。2018 年 12 月，公司与宝通公司续签了委托管理合同，合同期限由 2019 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止。根据此前深圳交委与龙大公司协议，深圳交委自 2019 年 1 月 1 日零时提前收回龙大高速由起点至南光高速匝道接入处 23.8 公里路段（即龙大深圳段）的收费公路权益，对该路段实施免费通行。龙大公司不再拥有龙大深圳段的收费公路权益，亦不再承担相应的管理责任。因此，自 2019 年 1 月 1 日，宝通公司委托公司管理的路段为龙大高速剩余约 4.4 公里的路段，委托管理费亦相应由 1,800 万元/年调整为 877 万元/年。

深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳投控”）于 2009 年 11 月与公司签订了《委托经营管理合同》，公司与沿江公司于 2016 年 12 月签订的沿江一期项目营运委托管理的代管合同，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，委托管理费为 1,800 万元/年。2017 年 12 月，公司签署了沿江公司的股权收购协议，据收购协议，沿江公司向公司支付截至收购基准日（2017 年 10 月 31 日）的沿江一期代管费用，委托管理合同在沿江公司股权交付完成后终止。

公司与子公司深圳高速运营发展有限公司组成联合体，参与投标 2019 年南光高速、盐坝高速、

盐排高速和龙大高速综合管养项目，并于 2019 年 6 月中标，合同价为 9,706.18 万元，合同服务期限为一年。

总体看，公司承担一定的委托代管业务，为收费公路业务的补充。

4. 土地项目开发与管理业务

公司凭借相关管理经验和资源，逐渐开展土地综合开发、城市更新等新的业务类型，作为对高速公路收费业务补充，推进业务多元化发展。

（1）贵龙开发项目

公司贵龙开发项目由子公司贵深公司负责运营，贵龙开发项目位于贵州省黔南州龙里县贵龙经济带，毗邻贵阳市龙洞堡国际机场。随着贵龙城市大道及周边基础设施的完善以及整个贵龙城市经济带的开发，预期贵龙项目周边土地有较好的增值空间。截至 2019 年 9 月底，公司已累计竞拍土地约 2,770 亩，成交金额合计约为 9.62 亿元；其中约 1,610 亩已转让，1,045 亩正进行二级开发，剩余土地将用于自主二级开发或转让。

贵深公司采取分期滚动开发的策略，对已取得土地中的 1,045 亩进行自主二级开发。截至 2019 年 9 月底，贵龙开发项目（又称“茵特拉根小镇项目”）一期第一阶段工程 144 套住宅和第二阶段工程 169 套住宅已全部交付使用。公司贵龙开发项目二期第一阶段工程共推出 238 套住宅，已全部销售并回款，完成交房近 95%；二期第二阶段工程主要为商业配套物业，拟推出 95 套商业物业，已签约销售并回款 60 套，并已启动交房工作；三期开发项目（约 229 亩，相当于 15.3 万平方米）已投入建设，其中三期第一阶段工程拟推出 271 套住宅，已签约销售 219 套，预期将于 2020 年底前完工，三期第二阶段工程拟为商业配套物业。贵深公司对剩余土地开发的规划和设计工作正在进行中。

表 6　茵特拉根小镇项目开发及销售情况（单位：亩、平方米、万元/平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	2017 年签约销售面积	2017 年签约销售均价	2017 年结转收入金额	2018 年销售面积	2018 年签约销售均价	2018 年结转收入金额
一期第一阶段工程	112.31	39,535	3,301	1.03	0.78	--	--	--
一期第二阶段工程	134.43	37,851	20,315	0.97	2.39	--	--	1.11
二期第一阶段工程	177.12	54,886	49,594	1.08	--	4,788	1.27	1.75
二期第二阶段工程	20.02	9,172	--	--	--	3,273	1.58	--
二期第三阶段工程	192.29	38,458	--	--	--	--	--	--
三期第一阶段工程	161.93	58,019	--	--	--	40,302	1.30	--
合计	**798.10**	**237,921**	**73,210**	**--**	**3.17**	**48,363**	**--**	**2.86**

资料来源：公司提供

此外，为了快速回笼资金，公司于 2018 年 5 月以公开挂牌方式转让贵州悦龙投资有限公司（以下简称“贵州悦龙”）100%股权及债权，贵州悦龙主要资产为持有的 296 亩贵龙土地。截至 2018 年底，该股权转让已通过深圳联合产权交易所正式挂牌确定受让方，并签署股权及债权转让合同，成交价格约 18,080 万元。公司于 2018 年 7 月以公开挂牌方式整体转让贵州圣博置地有限公司、贵州恒丰信置业有限公司、贵州恒弘达置业有限公司和贵州业恒达置业有限公司 100%股权及债权，挂牌价格不低于四家公司的资产评估结果之和，且不低于 55,080 万元，上述四家公司主要资产是持有约 810 亩贵龙土地。2019 年 5 月，该转让事项完成，受让方为贵州信和力富房地产开发有限公司，转让价格为 5.67 亿元。

（2）城市更新项目

2014 年 8 月，公司与深圳国际（通过其全资子公司新通产公司）共同出资成立了深圳市深国际

联合置地有限公司（以下简称“联合置地”），作为梅林关更新项目的申报主体和实施主体，双方分别持有联合置地 49.00%和 51.00%的股权。2018 年 2 月，公司与新通产公司按股权比例对联合置地进行同步减资，联合置地的注册资本由 50 亿元减至 5 亿元，公司与新通产公司仍按原有股权比例持有联合置地股权并享有股东权益。同时，为保证项目质量，提升项目管理水平和整体回报，联合置地以增资方式引入万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）作为战略投资者，2018 年 9 月新通产公司、公司、万科及联合置地签订了《增资扩股协议》，就本次增资事宜进行了约定，增资价格为 29 亿元，本次增资完成后，万科拥有联合置地 30%的权益，新通产公司和公司在联合置地的权益将相应摊薄至 35.7%和 34.3%。

梅林关更新项目位于深圳市龙华区，计划分三期进行建设，其中项目一期预计住宅可售面积约 7.5 万平方米，保障房面积约 4.2 万平米；项目二期预计住宅可售面积约 6.8 万平方米；项目三期预计住宅可售面积约 6.3 万平方米，并设有约 19 万平方米的办公及商务公寓综合建筑。此外，梅林关项目总体规划了约 3.45 万平方米的商业配套物业。截至 2019 年 9 月底，项目一期和风轩累计销售 832 套，去化率 100%；项目二期正在进行主体工程施工；项目三期正在进行相关报建及前期基础工程。

总体看，随着公司贵龙开发项目逐步推进，公司房地产开发业务收入有望得到进一步提升。

5. 环保业务

公司积极探索产业转型，逐步开始展开环保业务。

2017 年 5 月，公司以 44.09 亿元的对价收购德润环境 20.00%股权。德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，主要从事再生资源回收与资源化利用，环境污染治理及土壤修护整治。2017－2018 年，公司参股德润环境分别实现投资收益 1.26 亿元和 1.62 亿元。

2017 年 7 月，公司通过参与深圳联合产权交易所组织的深圳市水务规划设计院有限公司（以下简称“深圳水规院”）增资 50%股权项目的报名登记和竞争性谈判，以 0.62 亿元的对价认购深圳水规院增资后的 15%股权，深圳水规院是中国最早开展水务一体化设计的综合性勘测设计机构，拥有水利行业、市政给排水、工程勘察综合、测绘等 7 项甲级资质。

2019 年 3 月，子公司深圳高速环境有限公司（以下简称“环境公司”）与南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）原股东签订股权并购协议，约定以 2.10 亿元收购南京风电 30%股权，且在收购完成后对南京风电单方增资 3.00 亿元。上述股权并购及增资手续完成后，环境公司持有南京风电 51%股权。南京风电是一家从事新型能源风力发电机组研发、生产，以及风电场开发的高科技企业，主要业务是研发、生产和销售大型风力发电机组，以及风电发电项目的投资运营，截至 2018 年底总资产规模约 7 亿元，负债规模约 3.5 亿元。该股权收购事项于 2019 年 4 月 8 日完成。

2019 年 9 月，公司与南京宁风能源科技有限公司签订股权转让协议，公司以 0.67 元的价格收购包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）67%股权，同时作为包头南风的债务承担股东。根据股权转让协议，包头南风集团对外合共的净债务约为 20.18 亿元，公司将为包头南风约 13.52 亿元债务承担股东责任。包头南风在内蒙古自治区设有 5 家从事风力发电项目的投资开发与经营的全资子公司，拥有 165 台风力发电机组，总装机容量 24.75 万千瓦，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时。截至 2018 年底，包头南风资产总额 19.79 亿元，负债总额 19.27 亿元，2018 年实现营业收入 1.38 亿元，净利润 0.51 亿元。

2020 年 1 月，子公司环境公司签订《关于收购蓝德环保科技集团股份有限公司不超过 68.1045%股份之增资及股份转让协议》（以下简称“协议”），根据协议，环境公司将以每股 5.06 元的价格

分次受让蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”）不超过 7,500 万股股份，并认购蓝德环保 8,500 万股新发行股份，总金额不超过 80,960 万元。蓝德环保主要从事为客户提供餐厨垃圾、垃圾渗滤液等市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案业务，主营业务包括以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理技术研发、核心设备制造、投资建设及运维等。蓝德环保持有以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理 BOT/PPP 项目 16 个，其中投入运营项目 2 个，试运营项目 5 个，在建 6 个，筹建 1 个，中标项目 2 个；有机垃圾日处理规划规模超过 3,000 吨/日。截至 2018 年底，蓝德环保资产总额 15.8 亿元，净资产 4.52 亿元，2018 年实现营业收入 1.82 亿元，净利润-0.58 亿元。

总体看，公司在发展主业的同时，开始涉足环保领域，实现多元化经营。同时，公司均以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理等，联合评级将持续关注环保业务的后续运营情况。

6. 自建项目情况

公司目前主要的在建项目主要包括外环 A 段项目和沿江二期项目应出资部分，具体投资情况如下表所示。截至 2019 年 9 月底，公司在建自建项目预计总投资额 75.00 亿元，尚需投资金额 42.85 亿元，公司未来面临一定的资本支出压力。

外环 A 段项目由公司出资部分为 65.00 亿元，具体详见委托管理服务业务部分分析。沿江项目为广深沿江高速公路 S3 的一段，北起于深莞边界东宝河，南止于深圳市南山区月亮湾，与深港西部通道相接，全长约 37 公里，采用双向 8 车道高速公路标准。沿江项目分两期建设，沿江一期为沿江高速主线，与 2013 年 12 月运营；沿江二期包括深中通道深圳侧接线（含鹤洲立交、机场立交）和国际会展中心（沙井）立交两部分，于 2015 年开工建设。沿江二期预计总投资额为 61.90 亿元，其中 10.00 亿元由公司出资，剩余由深圳市财务委员会直接拨付到沿江公司。

此外，考虑到机荷高速车流量呈饱和状态，加之相连的盐坝高速、盐排高速和南光高速及清平高速二期免费通行对其车流量产生诱增作用，机荷高速高峰期车流拥堵，公司 2018 年 1 月开展机荷高速改扩建项目初步设计等前期工作，截至 2019 年 9 月底初步设计招标工作已完成，项目预计总投资额尚未明确。

表 7　截至 2019 年 9 月底公司主要自建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	起止日	建设年限	自有资本金到位情况	总投资	已投资额	未来投资计划		
						2019 年 10－12 月	2020 年	2021 年
外环 A 段项目	2016－2020	4	1.00	65.00	31.91	3.34	11.79	15.73
沿江二期项目	2018－2024	6	0.15	10.00	0.24	0.10	0.18	0.18
合计	--	--	**1.15**	**75.00**	**32.15**	**3.44**	**11.97**	**15.91**

注：1. 此表中外环 A 段项目和沿江二期项目总投资为公司应出资部分；2. 沿江二期项目于 2015 年开始建设，但由公司自建部分为 2018 年开始
资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资金额较大，存在一定的资本支出压力。但随着外环 A 段项目及沿江二期项目的完工、通车，公司通行费收入规模或将有所提升。

7. 重大事项

2020 年 1 月 10 日，公司召开第八届董事会第二十三次会议，审议通过非公开发行不超过 3 亿股（含）H 股股票。本次发行股票每股面值 1.00 元，具体的发行时间为在得到中国证券监督管理委

员会等相关监管机构核准以及香港联合交易所有限公司对本次发行上市批准后，公司在核准/批准的有效期内选择适当时机实施。发行对象包括控股股东深国际及/或其指定的除公司及公司控股子公司以外的其他子公司（以下简称“深国际及相关认购方”），以及其他非关连人士的合格投资者。关连人士的定义参照《香港联合交易所有限公司证券上市规则》。深国际及相关认购方认购规模不低于本次发行股票总数 39%的股份（含）。本次发行募集资金在扣除发行相关费用后将用于公路、环保等主营业务的投资、偿还本公司及控股子公司的债务以及补充营运资金等用途。

总体看，公司拟非公开发行股票，若股票增发成功，有利于增强公司资本实力。

8. 未来发展

鉴于国内交通基础设施及城市综合开发、大环保产业良好的发展前景与商机，以及商业模式、核心竞争力的匹配度，公司基本确定重点关注上述两个产业发展方向，实施新项目，积极探索并实践公司业务的转型发展，保障业务经营的平稳与可持续发展。

收费公路方面，公司在提出“双无感”通行（无感支付+无感通行）的基础上，持续优化和完善 APP 功能，开展 ETC+无感支付的融合应用研究，改善用户体验，进一步加大道路事故多发点和隐患点成因分析等专项课题研究，提升安全管理能力。工程建设方面，公司将抓好沿江二期和外环 A 段项目等的品质工程建设，使之成为精品工程；通过智能采集、汇总集成，实现对“人、机、料、法、环”的智能化管理，为今后智慧工地的进一步推广运用奠定基础；寻找兼并重组机遇，投资有潜力的收费路桥项目，持续整固公路主业。

大环保领域，公司将进一步聚焦细分领域，重点关注深汕合作区、龙里县等区域的环境产业园项目，加强与深圳水规院、德润环境等合作伙伴的沟通协作，充分运用现有的合资/合作平台，寻求深层次的合作机会。

总体看，公司发展规划明确，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016－2018 年度合并财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。

会计政策变更方面，2017 年财政部颁布了修订的《企业会计准则第 14 号——收入》、《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》。公司自 2018 年起按照新修订的上述准则进行会计处理，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整年初未分配利润或其他综合收益。2018 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》，公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新租赁准则[6]。

会计估计变更方面，自 2018 年 7 月 1 日起变更长沙环路特许经营无形资产单位摊销额的相关会计估计，自 2018 年 10 月 1 日起变更武黄高速和清连高速特许经营无形资产单位摊销额的相关会计估计。2019 年 4 月 1 日起，公司采用未来适用法根据更新后的未来车流量预测调整梅观高速、机荷高速西段及机荷高速东段的单位摊销额。该会计估计变更将对上述高速公路未来期间特许经营无形

[6]首次执行日之前的经营租赁，公司根据剩余租赁付款额按首次执行日的增量借款利率折现的现值计量租赁负债，并根据每项租赁按照与租赁负债相等的金额，并根据预付租金进行必要调整计量使用权资产。假设自租赁期开始日即采用新租赁准则，采用首次执行日的公司作为承租方的增量借款利率作为折现率的账面价值计量使用权资产。

资产摊销产生一定影响。

合并范围方面，2017 年公司新纳入合并范围的子公司 6 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家；2018 年公司新纳入合并范围的子公司 5 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家。2019 年 1－9 月，公司合并范围内新增子公司 14 家，为包头南风及其下属子公司和南京风电及其下属子公司，不再纳入合并范围的子公司 4 家，系整体转让贵州圣博置地有限公司、贵州恒丰信置业有限公司、贵州恒弘达置业有限公司和贵州业恒达置业有限公司 100%股权及债权所致。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司 41 家。

由于会计政策变更及沿江公司按同一控制下企业合并纳入公司合并范围，根据企业会计准则的相关要求，公司对以前年度合并财务报表数据进行追溯调整。本报告采用追溯调整后财务数据。

总体看，由于会计政策变更及沿江公司按同一控制下企业合并纳入公司合并范围，公司对以前年度合并财务报表数据进行追溯调整，且公司主营业务未发生重大变化，公司财务数据可比性尚可。

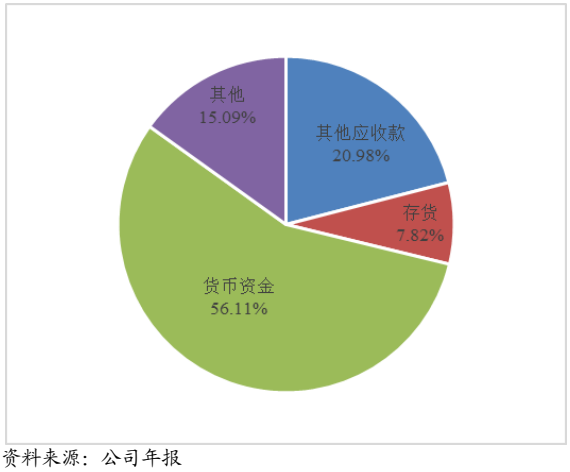
2. 资产质量

2016－2018 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 2.37%。截至 2018 年底，公司合并资产总额 411.01 亿元，较年初下降 6.62%，主要系非流动资产下降所致；资产构成中以非流动资产为主，占比为 81.67%。

（1）流动资产

2016－2018 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 3.96%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 75.32 亿元，较年初增长 35.58%，主要系其他应收款增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主，具体情况见下图。

图4　截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

受近年来公司对外投资规模较大影响，2016－2018 年，公司货币资金逐年减少，年均复合下降 16.79%。截至 2018 年底，公司货币资金 42.27 亿元，较年初略有减少，主要为银行存款（占 99.74%）。货币资金中受限资金 16.46 亿元，占货币资金的 38.94%，主要为项目委托工程管理专项账户资金。公司受深圳市政府委托管理建设公路项目，项目建设资金由深圳市政府拨款，公司按项目管理合同有关约定负责安排工程建设资金的支付。

2016－2018 年，公司其他应收款账面价值波动增长，年均复合增长 268.11%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 15.80 亿元，较年初大幅增加 15.39 亿元，主要为应收政府南光高速、盐排

高速及盐坝高速回购相关补偿款和联合置地减资款，主要为1年以内的其他应收款（占99.70%）。其他应收款集中度方面，公司其他应收款金额前五名单位占比为97.95%，集中度高。截至2018年底，公司未对其他应收款计提坏账准备。

2016－2018年，公司存货逐年减少，年均复合下降5.77%。截至2018年底，公司存货净值5.89亿元，较年初下降1.76%，主要为拟开发的物业（占19.58%）、开发中的物业（占32.48%）和持有待售物业（占47.04%）。公司拟开发的物业为所持有的位于贵州省龙里县的待开发土地；开发中的物业主要为茵特拉根小镇项目二期第一阶段工程、第二阶段工程及三期第一阶段工程；持有待售物业为茵特拉根小镇一期第一阶段工程和二期第一阶段工程。截至2018年底，公司存货未计提跌价准备。

（2）非流动资产

2016－2018年，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长3.97%。截至2018年底，公司非流动资产合计335.69亿元，较年初下降12.72%，主要系长期股权投资和无形资产下降所致。截至2018年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占23.41%）和无形资产（占70.29%）构成。

2016－2018年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长29.27%。截至2017年底，公司长期股权投资为90.64亿元，较年初增长92.72%，主要系收购德润环境20.00%股权所致；截至2018年底，公司长期股权投资为78.59亿元，较年初下降13.30%，主要系公司对联合置地减资所致。公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。

公司无形资产主要以特许经营无形资产为主（占99.97%）。2016－2018年，公司无形资产波动下降，年均复合下降2.39%。截至2017年底，公司无形资产净值274.64亿元，较年初增长10.89%，主要系益常公司纳入合并范围所致；截至2018年底，公司无形资产净值235.96亿元，较年初下降14.08%，主要系公司向深圳市交委移交了南光高速、盐坝高速和盐排高速第二阶段收费公路权益所致。公司特许经营无形资产采用车流量法在收费公路经营期限内进行摊销；2018年公司对特许经营权无形资产计提摊销14.75亿元；截至2018年底，公司对特许经营权无形资产累计摊销76.86亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额435.57亿元，较年初增长5.98%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占15.79%，非流动资产占84.21%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。截至2019年9月底，公司其他应收款为3.58亿元，较年初下降77.36%，主要系公司收到盐坝高速、盐排高速和南光高速政府回购相关剩余补偿款和联合置地剩余减资款及利息所致；持有待售资产减少，主要系贵州圣博置地有限公司等四家公司的股权及债权转让手续完成所致。截至2019年9月底，公司较年初新增12.70亿元使用权资产，系公司执行新的租赁准则所致；公司固定资产为13.27亿元，较年初增长57.91%，主要系公司合并南京风电和包头南风所致。

受限资产方面，截至2019年9月底，公司受限资产为189.48亿元，其中受限货币资金为17.42亿元，受限使用权资产10.85亿元，高速公路收费权质押155.60亿元（对应借款余额为91.26亿元），质押深圳市梅观高速公路有限公司100%权益（账面价值5.61亿元）为长期债券提供的反担保，受限资产在总资产中占比为43.50%，受限比例高。

总体看，公司资产规模波动增长，以非流动资产为主，符合高速公路运营行业属性。非流动资产以高速公路特许经营无形资产为主，且受限资产比例高，资产流动性一般。

3. 负债和所有者权益

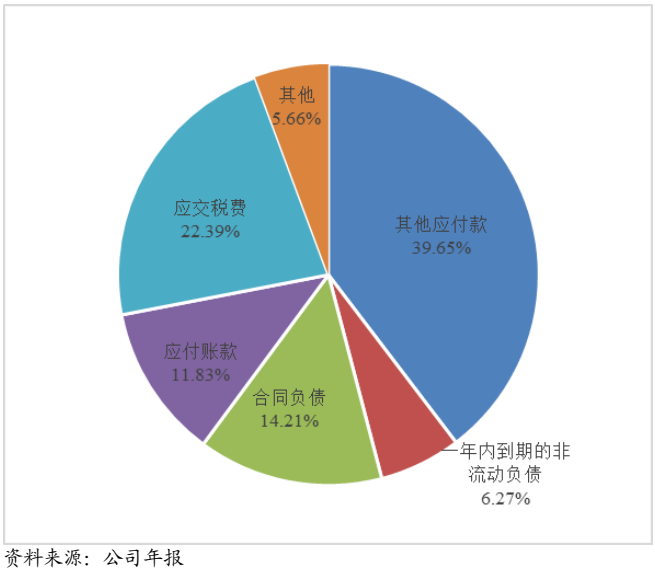
（1）负债

2016－2018年，公司负债波动下降，年均复合下降3.13%。截至2018年底，公司负债合计215.61

亿元，较年初下降 23.61%，主要系流动负债和非流动负债均有所下降所致。负债构成中流动负债占 28.04%，非流动负债占 71.96%，以非流动负债为主。

2016－2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 5.09%。截至 2018 年底，公司流动负债 60.45 亿元，较年初下降 31.44%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债减少所致。截至 2018 年底，公司流动负债主要由应付账款、应交税费、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

图5　截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016－2018 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 10.85%。截至 2018 年底，公司应付账款 7.15 亿元，较年初增长 5.56%，主要为应付工程款、质保金及保证金。

截至 2018 年底，公司新增合同负债 8.59 亿元，主要系公司将客户垫款尚未结算的余额从预收款项重分类至合同负债[7]。公司合同负债构成以预收开发物业销售款（占 98.05%）为主，主要为茵特拉根小镇二期第一阶段、第二阶段和三期第一阶段的预收开发物业销售款。

2016－2018 年，公司应交税费快速增长，年均复合增长 193.12%。截至 2018 年底，公司应交税费 13.53 亿元，较年初大幅增长 450.58%，主要系根据南光高速、盐坝高速和盐排高速三项目调整收费补偿及资产移交协议的安排确认企业所得税、增值税增加所致。

2016－2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 6.99%。截至 2018 年底，公司其他应付款 23.97 亿元，较年初下降 22.05%，主要系公司受深圳市政府委托管理建设公路项目，项目建设资金由深圳市政府拨款，2018 年工程建设委托管理项目拨款结余有所减少所致。

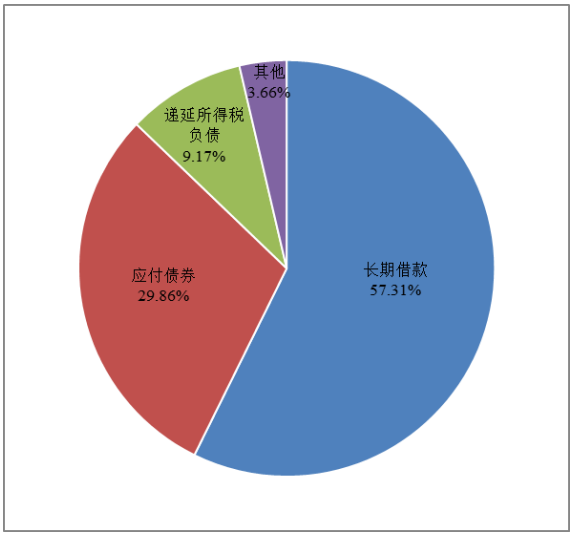
2016－2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年减少，年均复合下降 52.10%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.79 亿元，较年初减少 76.19%，主要为一年内到期的长期借款（占 73.74%）和一年内到期的与南光高速、盐坝高速和盐排高速三项目调整收费相关的补偿款（占 26.26%）。

2016－2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 5.85%。截至 2018 年底，公司非流动负债 155.16 亿元，较年初下降 20.06%；公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负

5 根据新收入准则，公司就从客户处收取包含重大融资成分的垫款利息确认合同负债。对于预计客户取得商品控制权与客户支付价款间隔未超过一年的，公司未考虑合同中存在的重大融资成分，客户垫款尚未结算的余额已从预收款项重分类至合同负债。

债构成，具体情况见下图。

图6　截至2018年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2016－2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.90%。截至 2018 年底，公司长期借款 88.93 亿元，较年初下降 6.37%，主要为质押借款（占 93.39%）和信用借款（占 9.75%）。从到期期限分布看，公司长期借款中于 2020 年到期的占 5.52%，于 2021－2023 年到期的占 30.88%，于 2023 年以后到期的占 63.60%，偿付期限较分散。

2016－2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 11.26%。截至 2018 年底，公司应付债券 46.33 亿元，较年初增长 69.57%，主要系公司于 2018 年发行 10.00 亿元 3 年期中期票据“18 深圳高速 MTN001”和 8.00 亿元 5 年期中期票据“18 深圳高速 MTN002”所致。

表 8　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：%、亿元、年）

债券名称	发行利率	余额	期限	到期日
07 深高速债	5.50	7.98	15	2022.7
SZEW B2107	2.875	20.41	5	2021.7
18 深高速 MTN001	4.14	9.98	3	2021.7
18 深高速 MTN002	4.49	7.97	5	2023.8
合计	--	**46.33**	--	--

注：SZEW B2107 为公司于 2016 年 7 月发行的 5 年期美元债
资料来源：公司年报

2016－2018 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 7.14%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 14.23 亿元，较年初下降 7.48%，主要为公司因收购广东清连公路发展有限公司、深圳机荷高速公路东段有限公司、深圳清龙高速公路有限公司、JEL 公司、梅观公司及深长公司而在确认了上述公司各项可辨认资产、负债公允价值后，对其计税基础与账面价值差额形成的暂时性差异确认的相应递延所得税负债。

2016－2018 年，公司债务规模波动下降，年均复合下降 10.41%。截至 2018 年底，公司全部债务为 141.51 亿元，较年初减少 35.01%，主要系其他非流动负债减少所致；公司短期债务占 3.51%，长期债务占 96.49%，以长期债务为主。从长期债务期限看，公司 2021－2023 年面临一定集中偿付压力。从债务指标看，截至 2018 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化

比率分别由 2017 年底的 64.13%、57.96%和 52.70%下降至 52.46%、42.00%和 41.13%，公司整体负债水平一般。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 230.11 亿元，较年初增长 6.73%，其中流动负债占 27.49%，非流动负债占 72.51%，较年初变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 150.65 亿元，较年初增长 6.46%，主要系短期借款有所增长所致。其中，短期债务 11.95 亿元，长期债务 138.71 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.83%和 42.31%，较年初增加 0.37 个百分点和 0.30 个百分点，长期债务资本化比率为 40.30%，较年初减少 0.83 个百分点。

总体看，公司负债以非流动负债为主，整体负债水平一般，债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

2016－2018 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 9.69%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 195.40 亿元，较年初增长 23.75%，主要系资本公积和未分配利润增长所致，其中归属于母公司所有者权益 173.87 亿元，归属于母公司所有者权益中股本占 12.54%，资本公积占 35.77%，盈余公积占 14.27%，未分配利润占 32.35%，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2016－2018 年，公司资本公积波动减少，年均复合下降 4.02%。截至 2017 年底，公司资本公积 52.83 亿元，较年初下降 21.75%，主要系公司子公司美华实业（香港）有限公司（以下简称“美华公司”）向深国际子公司辉轮投资有限公司收购其拥有的 JEL 公司 45%股权，收购完成后，美华公司持有 JEL 公司 100%股权，使得资本公积减少所致；截至 2018 年底，公司资本公积 62.19 亿元，较年初增长 17.72%，主要系联合置地增资扩股，公司按照持股比例 34.30%确认资本公积 9.21 亿元所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益为 205.46 亿元，较年初增长 5.15%，主要系未分配利润累积所致。

总体看，公司归属母公司权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016－2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 9.23%。2018 年，公司实现营业收入 58.07 亿元，较上年增长 11.45%，主要系公司路费收入增长所致；实现营业成本 28.58 亿元，较上年增长 5.44%。2018 年公司实现利润总额 45.45 亿元，较上年增长 141.37%，主要系资产处置收益大幅增加所致；实现净利润 35.79 亿元，较上年增长 138.01%，其中归属于母公司所有者的净利润为 34.40 亿元，较上年增长 148.56%。

2016－2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 12.57%。2018 年，公司期间费用总额为 12.84 亿元，较上年增长 35.72%，主要系财务费用增加所致；2018 年公司财务费用 10.55 亿元（占期间费用比重 82.16%），较上年增长 42.12%，主要是系公司利息支出随融资规模上升而增加及外币负债和应付 H 股股息受人民币贬值影响汇兑损失增加等所致。2016－2018 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 20.82%、18.16%和 22.11%，公司期间费用对利润形成一定侵蚀。

2016－2018 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 13.15%；2018 年公司投资收益 5.56 亿元，较年初增长 5.06%，主要系对联营企业德润环境等在权益法下确认的投资收益增加以及公司转让贵州悦龙全部股权和债权确认的投资收益所致；投资收益占利润总额比例为 12.22%，是公司利润的重要来源；2016－2018 年，公司营业外收入持续增长，年均复合增长 55.21%。2018 年公司营业外收入 0.17 亿元，较上年增长 55.30%，主要为政府奖励金等，营业外收入在利润总额中占 0.38%，对利润总额贡献很低。2017—2018 年，公司实现资产处置收益-0.19 亿元和 22.27 亿元，2018 年大幅

增加主要系深圳交委收回公司持有的三项目剩余收费公路权益并给予现金补偿，公司对三项目相关资产进行处置并确认资产处置收益所致。

从盈利指标来看，2016－2018 年，公司营业利润率分别为 41.97%、47.18%和 49.92%；2016－2018 年，公司总资本收益率分别为 6.10%、6.71%和 12.81%，总资产报酬率分别为 6.09%、6.67%和 13.00%，净资产收益率分别为 7.36%、9.39%和 20.26%。整体看，公司整体盈利水平较好。

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 41.85 亿元，较上年同期增长 1.09%，变动不大；实现营业利润 22.82 亿元，较上年同期增长 12.05%，主要系公司转让贵州圣博置地有限公司等 4 家子公司股权，转让价格为 5.67 亿元，带动投资收益增长所致；实现净利润 23.30 亿元，较上年同期增长 41.52%。

总体看，公司营业收入持续增长，整体盈利能力处于较好水平，期间费用对公司利润有一定侵蚀。

5. 现金流

从经营活动看，2016－2018 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 46.10 亿元、50.89 亿元和 57.83 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，2018 年为 56.78 亿元，较上年增长 13.73%；2016－2018 年，公司经营活动产生的现金流出总额分别为 22.31 亿元、21.14 亿元和 25.61 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 5.39 亿元 4.39 亿元和 5.75 亿元；支付其他经营活动有关的现金主要为支付土地二级开发款、代建管理费用支出和支付土地出让金等，2018 年为 7.07 亿元。2016－2018 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 23.79 亿元、29.75 亿元和 32.22 亿元，持续增长。从收入实现质量看，2016－2018 年，公司现金收入比分别为 91.95%、95.81%和 97.77%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016－2018 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 19.04%。2018 年公司投资活动现金流入 33.83 亿元，较上年增长 40.59%，主要系公司收回联合置地公司减资款所致；2016－2018 年，公司投资活动现金流出分别为 82.47 亿元、79.61 亿元和 24.25 亿元，其中 2018 年投资活动现金流出较上年大幅减少，主要系 2017 年公司支付德润环境、益常公司股权认购款规模较大，2018 年对外投资规模减少所致。2016－2018 年，公司投资活动现金流净额分别为-30.86 亿元、-55.54 亿元和 9.58 亿元。

从筹资活动看，2016－2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 26.83 亿元、55.22 亿元和 52.56 亿元，主要为公司取得借款收到的现金；2016－2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 37.86 亿元、55.23 亿元和 87.40 亿元，主要为偿还债务支出的现金。2016－2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为-11.03 亿元、-61.36 万元和-34.84 亿元。

2019 年 1－9 月，公司经营活动现金净流入 12.86 亿元，投资活动现金净流入 3.41 亿元，筹资活动现金净流出 11.69 亿元。

总体看，公司经营活动现金净流入持续增长，获取现金能力强，收入实现质量尚可，公司股权投资规模较大，筹资活动现金流持续呈净流出状态，随着公司在建项目的持续投入，公司面临一定的资金压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016－2018 年末，公司流动比率波动下降，分别为 1.49 倍、0.63 倍和 1.25 倍，速动比率分别为 1.37 倍、0.56 倍和 1.15 倍，流动资产和可快速变现资产对流动负债的覆盖程度尚可。2016－2018 年，公司现金短期债务比分别为 3.74 倍、1.02 倍和 8.60 倍，公司现金类资

产对短期债务覆盖能力较强。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.09 倍、1.01 倍和 4.10 倍。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016－2018 年，公司 EBITDA 分别为 37.41 亿元、43.66 亿元和 71.75 亿元，其中 2018 年 EBITDA 中折旧占比为 2.21%，摊销占比为 20.71%，计入财务费用的利息支出占比为 13.74%，利润总额占比为 63.35%。2016－2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.40 倍、4.78 倍和 6.80 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度高；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.21 倍、0.20 倍和 0.51 倍，对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 250.20 亿元，其中未使用授信额度 120.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司分别在香港联合交易所和上海证券交易所上市，融资渠道较广。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月底，公司对外担保金额合计为 16.39 亿元，担保比率为 7.98%。其中公司对中国建设银行深圳市分行（以下简称“建行深圳分行”）担保金额为 8.00 亿元，系公司于 2007 年发行 15 年期企业债而向作为债券担保主体的建行深圳分行进行的反担保；子公司贵州深高速置地有限公司为茵特拉根小镇的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，担保金额 8.39 亿元。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440304004623100），截至 2020 年 2 月 18 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力很强，并考虑到公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设运营类上市公司，在深圳市高速公路领域居主导地位，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额231.22亿元，所有者权益147.29亿元，负债合计83.93亿元，全部债务55.00亿元。2018年，母公司实现营业收入15.55亿元，利润总额40.28亿元。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 262.55 亿元，所有者权益 137.78 亿元，负债合计 124.78 亿元，全部债务 92.21 亿元，其中应付债券 47.03 亿元，为“07 深高速债”“SZEW B2107”“18 深高速 MTN001”和“18 深高速 MTN002”；母公司资产负债率 47.52%，全部债务资本化比率 40.09%。2019 年 1－9 月，母公司实现营业收入 6.26 亿元，利润总额 6.76 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债券的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 150.65 亿元，本期债券拟发行额度为 20.00 亿元，对公司债务水平有一定影响。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.90%、45.37%和 43.58%，较发行前分别增加 2.07 个百分点、3.07 个百分点和 3.28 个百分点，公司债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金部分用于偿还公司债务，实际值或低于测算指标。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 71.75 亿元和 57.83

亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 3.59 倍和 2.89 倍，EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 32.22 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 1.61 倍，经营活动现金流量净额对本期债券的覆盖程度一般。

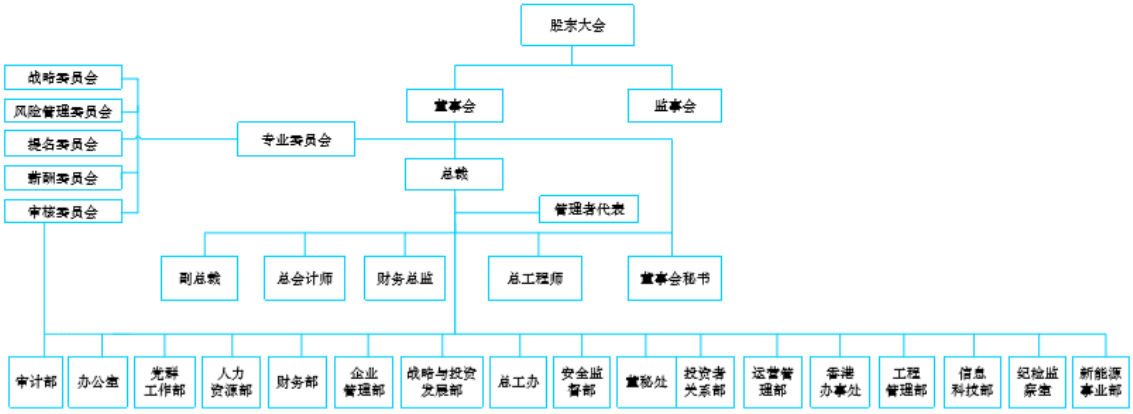
九、综合评价

公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设运营类上市公司，运营路产区位优势明显，收入规模持续增长，盈利能力强，经营性现金稳定净流入。此外，公司收购德润环境 20%股权、深圳水规院 15%股权和包头南风 67%股权，通过并购和增资获得南京风电 51%股权，实现主营业务多元化转型。同时，联合评级也关注到公司存在一定资本支出压力、高速公路运营受政策因素影响较大等对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着外环 A 段项目完工运营，公司收费公路运营里程有望进一步增长。公司拟非公开发行股票，若增发成功，有利于增强公司资本实力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1　深圳高速公路股份有限公司
组织架构图（截至 2019 年 9 月底）



附件 2　深圳高速公路股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
资产总额（亿元）	392.18	440.15	411.01	435.57
所有者权益（亿元）	162.41	157.89	195.40	205.46
短期债务（亿元）	16.52	41.82	4.97	11.95
长期债务（亿元）	159.78	175.91	136.54	138.71
全部债务（亿元）	176.30	217.73	141.51	150.65
营业收入（亿元）	48.67	52.10	58.07	41.85
净利润（亿元）	12.08	15.04	35.79	23.30
EBITDA（亿元）	37.41	43.66	71.75	--
经营性净现金流（亿元）	23.79	29.75	32.22	12.86
应收账款周转次数（次）	--	21.20	29.14	--
存货周转次数（次）	--	4.29	4.81	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.13	0.14	--
现金收入比率（%）	91.95	95.81	97.77	88.76
总资本收益率（%）	6.10	6.71	12.81	--
总资产报酬率（%）	6.09	6.67	13.00	--
净资产收益率（%）	7.36	9.39	20.26	--
营业利润率（%）	41.97	47.18	49.92	48.53
费用收入比（%）	20.82	18.16	22.11	14.97
资产负债率（%）	58.59	64.13	52.46	52.83
全部债务资本化比率（%）	52.05	57.96	42.00	42.31
长期债务资本化比率（%）	49.59	52.70	41.13	40.30
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	4.78	6.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.20	0.51	--
流动比率（倍）	1.49	0.63	1.25	1.09
速动比率（倍）	1.37	0.56	1.15	1.01
现金短期债务比（倍）	3.74	1.02	8.60	4.10
经营现金流动负债比率（%）	43.47	33.74	53.30	20.32
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.87	2.18	3.59	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 将其他非流动负债纳入长期债务核算；4. 由于会计政策变更及沿江公司按同一控制下企业合并纳入公司合并范围，根据企业会计准则的相关要求，公司对以前年度合并财务报表数据进行追溯调整，本报告采用追溯调整后财务数据；5. 2019 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化

附件 3-1　广东省高速公路车辆通行费车型分类

类别	车型及规格	
	客车	货车
第一类	≤7 座	≤2 吨
第二类	8~19 座	2~5 吨（含 5 吨）
第三类	20~39 座	5~10 吨（含 10 吨）
第四类	≥40 座	10~15 吨（含 15 吨） 20 英尺集装箱车
第五类	--	＞15 吨 40 英尺集装箱车

附件 3-2　按车辆分类计费的基本费率

类别	收费系数	收费率（元/公里）	
		六车道及以上高速公路	四车道高速公路
		梅观高速、机荷高速、水官高速、水官延长段、广州西二环	阳茂高速、广梧高速、江中高速、清连高速
第一类	1	0.60	0.45
第二类	1.5	0.90	0.675
第三类	2	1.20	0.90
第四类	3	1.80	1.35
第五类	3.5	2.10	1.575

附件 4　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA级：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级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：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级：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级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于深圳高速公路股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）（疫情防控债）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年深圳高速公路股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳高速公路股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳高速公路股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳高速公路股份有限公司的相关状况，如发现深圳高速公路股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳高速公路股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳高速公路股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳高速公路股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年三月十日