

信用评级公告

联合〔2021〕3429号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳高速公路股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳高速公路股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“20深高01”“G20深高1”和“G21深高1”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二一年五月二十四日

深圳高速公路股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	上次评级展望
深圳高速公路股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 深高 01	AAA	稳定	AAA	稳定
G20 深高 1	AAA	稳定	AAA	稳定
G21 深高 1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 深高 01	14.00 亿元	14.00 亿元	2025/03/20
G20 深高 1	8.00 亿元	8.00 亿元	2025/10/22
G21 深高 1	12.00 亿元	12.00 亿元	2026/04/19

评级时间：2021 年 5 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	3
			资产质量	3
		资本结构		1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司。2020 年，受疫情期间免通行费政策影响，公司参控股路产通行费收入有所下降，但单公里收益水平保持高位，公司路产质量高。跟踪期内，公司环保业务发展迅速，环保收入大幅增长，公司双主业发展格局形成。同时，联合资信也关注到公司存在一定的资金支出压力、短期债务大幅增长等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司收购的木垒风力发电项目和深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司（以下简称“乾泰公司”），以及光明环境园建设运营，相关效益显现，公司环保业务规模将继续扩大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 深高 01”“G20 深高 1”和“G21 深高 1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 路产质量高。公司为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，2020 年受疫情期间免通行费政策影响，参控股路产通行费收入有所下降，但单公里收益水平保持高位，公司路产质量高。
2. 公司环保业务发展迅速，未来增长空间大。跟踪期内，公司环保业务发展迅速，2020 年环保收入较上年增长 320.83%。未来，受益于收购木垒风力发电项目和乾泰公司，以及光明环境园建设运营，公司环保业务规模将继续扩大。
3. 公司整体偿债能力极强。公司在手资金充裕，融资渠道畅通，EBITDA 和经营性现金流对“18 深圳高速 MTN001”“18 深圳高速 MTN002”“20 深高 01”“G20 深高 1”和“G21 深高 1”的覆盖程度高，偿还能力极强。

关注

1. 存在一定的资金支出压力。公司在建项目规模较大，存在一定的资金支出压力。

分析师：

杨世龙 登记编号（R0040215110003）

崔莹 登记编号（R0040218080002）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 短期债务大幅增长。公司债务规模持续增长，短期债务大幅增长，短期债务占比由2019年末的5.91%上升2021年3月末的39.77%。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	42.72	48.52	59.28	58.90
资产总额（亿元）	411.01	456.58	551.45	583.05
所有者权益（亿元）	195.40	210.48	262.79	268.09
短期债务（亿元）	4.97	10.01	74.04	93.16
长期债务（亿元）	136.54	159.25	125.38	141.11
全部债务（亿元）	141.51	169.26	199.42	234.27
营业收入（亿元）	58.07	63.90	80.27	19.62
利润总额（亿元）	45.45	25.41	27.09	7.52
EBITDA（亿元）	72.50	48.57	54.31	--
经营性净现金流（亿元）	32.22	16.95	11.01	6.77
营业利润率（%）	49.92	43.03	34.20	44.34
净资产收益率（%）	18.32	12.39	8.51	--
资产负债率（%）	52.46	53.90	52.35	54.02
全部债务资本化比率（%）	42.00	44.57	43.15	46.63
流动比率（%）	124.60	117.35	71.83	67.28
经营现金流动负债比（%）	53.30	25.39	7.84	--
现金短期债务比（倍）	8.60	4.85	0.80	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	6.42	5.49	4.63	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.95	3.49	3.67	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	231.22	275.73	367.87	401.75
所有者权益（亿元）	147.29	145.41	180.28	183.54
全部债务（亿元）	55.00	104.66	164.19	192.70
营业收入（亿元）	15.55	8.47	7.49	1.49
利润总额（亿元）	40.28	14.02	10.04	3.69
资产负债率（%）	36.30	47.26	50.99	54.31
全部债务资本化比率（%）	27.19	41.85	47.66	51.22
流动比率（%）	149.06	108.45	42.36	40.58
经营现金流动负债比（%）	33.90	-1.02	3.66	--

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. 由于深圳市深国际融资租赁有限公司等纳入合并范围后同一控制下合并，公司对合并报表进行追溯调整，本报告数据采用追溯调整后财务数据；3. 本报告将其其他流动负债纳入短期债务核算，其他非流动负债和长期应付款纳入长期债务核算
资料来源：公司财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
G21 深高1	AAA	AAA	稳定	2021/04/01	杨世龙 崔莹	收费公路运营 企业信用评级 方法 (V3.0.201907) 收费公路运营 企业主体信用 评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文

18 深圳高速 MTN001、 18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/06/13	赵传第 马颖	收费公路运营 企业信用评级 方法 (V3.0.201907) 收费公路运营 企业主体信用 评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 深高 01	AAA	AAA	稳定	2020/04/28	崔莹 张蔚	收费公路企业 信用评级方法	阅读全文
G20 深高 1	AAA	AAA	稳定	2020/04/10	崔莹 张蔚	收费公路企业 信用评级方法	阅读全文
20 深高 01	AAA	AAA	稳定	2020/03/10	崔莹 张蔚	收费公路企业 信用评级方法	阅读全文
18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/08/08	杨明奇 任黛云	高速公路行业 信用评级方法 (2017 年) 高速公路行业 企业主体信用 评级模型 (2016 年)	阅读全文
18 深圳高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/07/09	杨明奇 金 晔 任黛云	高速公路行业 信用评级方法 (2017 年) 高速公路行业 企业主体信用 评级模型 (2016 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳高速公路股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



深圳高速公路股份有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司总股本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司总股本 21.81 亿股，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（以下简称“新通产公司”）、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，深国际为公司的控股股东。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”）。

跟踪期内，公司经营范围无变化。截至 2021 年 3 月末，公司本部设企业管理部、财务部、工程管理部及审计部等职能部门；拥有纳入合并范围内子公司 85 家，其中一级子公司 21 家。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 551.45 亿元，所有者权益 262.79 亿元（含少数股东权益 32.36 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 80.27 亿元，利润总额 27.09 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 583.05 亿元，所有者权益 268.09 亿元（含少数股东权益 32.71 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 19.62 亿元，利润总额 7.52 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月末，公司由联合资信评级

的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
18 深圳高速 MTN001	10.00	10.00	2018/07/30	3 年
18 深圳高速 MTN002	8.00	8.00	2018/08/15	5 年
20 深高 01	14.00	14.00	2020/03/20	3+2 年
G20 深高 1	8.00	8.00	2020/10/22	3+2 年
G21 深高 1	12.00	12.00	2021/04/19	3+2 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资(不含电力)增速为 0.90%，较上年(3.80%)大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年(9.90%)有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年(2.91 万亿元)大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，

在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年(-3.30%)转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长 16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅(9.40%)明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年(2.90%)有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI(不包括食品和能源)温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业

生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年末，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年末，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大

幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策环境

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。

“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金

融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

五、高速公路行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

1. 行业概况

依据《中华人民共和国公路法》，公路按其技术等级分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有

偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年末提高 0.04 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2% 和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0% 和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年，受疫情影响中国公路客运量和货运量分别较上年下降 47.0% 和 0.3%，客运量下滑明显。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018—2019 年，中国高速公

路通行费总收入分别为 5168.38 亿元和 5551.03 亿元，分别增长 8.75%和 7.40%，在收费公路通行费总收入中分别占比 93.08%和 93.49%。

2. 行业政策

高速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。

2017 年 7 月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019 年，中国收费公路专项债发行规模同比增长 103.51%至 1525.51 亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018 年 12 月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、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，保障养护管理资金需要。

2020 年 1 月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三

个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将 8 座、9 座小型客车由原 2 类客车降为 1 类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020 年初，受疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由 7 天延长至 16 天。2 月 15 日，交通运输部发布通知，自 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4 月 28 日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募 REITs 等政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

3. 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019 年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上

升，创 2011 年以来最大增幅。

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30% 左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5% 左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019 年，中国高速公路通行费总收入 5551.03 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）10224.94 亿元，通行费收支缺口 4673.91 亿元，比上年增加 816.61 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（近两年通行费收入对利息支出的覆盖倍数均约 2 倍）。

4. 未来发展

短期来看，2020 年初疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之

路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030 年）》，到 2030 年中国将建成总规模约 11.8 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化。

2. 企业规模和竞争力

公司主要从事高速公路投资建设运营与环保业务。跟踪期内，公司参控股路产有变动，受疫情等因素影响，2020 年通行费有所下降，但单公里收益水平保持高位，路产质量高；环保业务发展迅速，未来增长空间较大。

公司为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司。跟踪期内，公司收购龙大高速，出让广梧高速和江中项目¹，外环高速深圳段（以下简称“外环项目”）一期开始通车运营。截至本报告出具日，公司控股及参股的高速公路项目共 15 个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 529 公里，全部为经营性高速公路。受疫情期间免通行费政策、收费政策调整及路网分流等综合影响，公司高速公路路产 2020 年通行费收入有所下降，但单公里收益水平保持高位，公司路产质量高。

¹相关资产交割手续正在推进中

公司以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理（餐厨垃圾）等领域。跟踪期内，公司环保业务发展迅速，2020 年环保收入较上年增长 320.83%。其中，南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）和包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）随着业务拓展，收入均有所增长；2020 年 1 月合并的深高蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”）效益显现，新增餐厨垃圾处理项目建设和运营收入。

2020 年 12 月，公司合并深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司（以下简称“乾泰公司”），未来可实现退役动力电池综合利用业务和汽车拆解相关收入。2021 年，公司收购木垒县乾智能源开发有限公司（以下简称“乾智”）、木垒县乾慧能源开发有限公司（以下简称“乾慧”）和木垒县乾新能源开发有限公司（以下简称“乾新”），合称“木垒风力发电项目”，风力发电业务规模实现扩大。2021 年 2 月，公司中标光明环境园项目，随着光明环境园项目建设运营，公司餐厨垃圾处理相关收入将有所增长。

3. 企业信用记录

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（统一社会信用代码：91440300279302515E），截至 2021 年 5 月 3 日，公司本部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。

截至 2021 年 5 月 19 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员和监事会成员有变更，整体影响不大。

2020 年 6 月，经股东大会批准，王增金不再任公司监事会主席，由林继童接任，王增金获委任董事。2020 年 8 月，公司董事陈凯辞任，由陈志升接任。

公司第八届董事会及监事会成员的任期于 2020 年 12 月 31 日到期。公司董事共 12 名，董事长不变，仍为胡伟，董事陈燕、范志勇、陈元钧和蔡曙光（独立董事）任期满后不再担任公司董事，由戴敬明、李晓艳、陈海珊和李飞龙（独立董事）接任。监事共 3 名，监事会主席不变，仍为林继童，监事叶俊和辛建（职工代表监事）任满不再担任，由王超和叶辉晖（职工代表监事）接任。

此外，公司独立董事温兆华于 2021 年 1 月逝世，独立董事陈晓露于 2021 年 2 月提出辞职。2021 年 5 月 17 日，公司召开 2020 年度股东大会、2021 年第一次 A 股类别股东会议及 2021 年第一次 H 股类别股东会议（以下简称“2020 年度股东大会”），委任缪军和徐华翔担任独立董事。

跟踪期内，公司高级管理人员无变化，管理制度有完善和补充，无重大变化。

八、重大事项

公司非公开发行股票申请获批，若股票增发成功，有利于增强公司资本实力。

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，每股面值 1 元。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、偿还公司及控股子公司的债务以及补充营运资金等。

2020 年 7 月，公司收到证监许可〔2020〕1390 号批复，中国证券监督管理委员会核准了公司的增发申请。

2021年5月17日,公司召开的2020年度股东大会,调整发行对象拟为符合适用法律法规规定及香港联交所要求的合格投资者,包括专业投资者、机构投资者和其他投资者。

九、经营分析

1. 经营概况

受益于环保业务收入大幅增长,公司营业收入有所增长,公司综合毛利率有所下降。

跟踪期内,公司仍以高速公路运营和环保业务为双主业,环保业务发展迅速,收入和占比大幅提升。

2020年,公司通行费收入较上年下降7.10%,主要系受疫情期间免通行费政策影响所致;环保业务收入较上年增长320.83%,主要系与风机设备销售相关收入和风力发电收入大幅增长,以及新增餐厨垃圾处理项目建造和运营收入所致;其他业务收入较上年变动不大,其中房地产开发收入有所下降,委托管理服务收入有所增长。2020年,公司与风机设备销售相关收入较上年增长179.36%,主要系受风机抢装潮影响所致;风力发电收入较上年增长171.33%,主要系蒙西地区复工复产情况和风电政策环境均较好,用电需求增长,包头南风上网电量增长所致;新增餐厨垃圾处理项目

建造和运营收入,主要系2020年1月合并蓝德环保所致。2020年,公司房地产开发收入较上年下降23.16%,主要系受交房结转进度影响所致;委托管理服务收入较上年增长35.69%,主要系代建项目建设推进所致。其他业务除房地产和委托管理服务外,包括广告、融资租赁等,整体规模不大。

毛利率方面,2020年,公司通行费收入毛利率较上年下降5.55个百分点,主要系疫情期间高速公路免通行费政策影响所致;环保业务毛利率较上年下降9.12个百分点,主要系受风机抢装潮及疫情影响,风机设备零部件供应紧张,南京风电与风机设备销售相关业务毛利率有所下降所致;新增的餐厨垃圾处理项目运营业务毛利率为负,主要系受疫情影响以及新投入运营项目利用率尚低所致,餐厨垃圾处理项目建造和运营业务整体为盈利;其他业务毛利率较上年上升8.52个百分点,主要系房地产开发业务毛利率略有上升,以及受代建项目进度影响,委托管理服务业务毛利率上升所致。

2021年1-3月,公司实现营业收入19.62亿元,较上年同期大幅增长313.31%,主要系公司环保业务拓展,及2020年疫情期间高速公路免费政策影响所致。同期,公司毛利率为46.13%,较上年同期由亏转盈。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	47.22	73.90	50.33	43.87	54.65	44.78
环保业务	5.99	9.37	28.21	25.21	31.40	19.08
--与风机设备销售相关	5.11	8.00	22.61	14.28	17.79	12.95
--风力发电	0.88	1.37	60.68	2.38	2.96	59.11
--餐厨垃圾处理项目建造	--	--	--	7.38	9.19	20.98
--餐厨垃圾处理项目运营	--	--	--	1.05	1.31	-7.65
--其他	*	*	98.23	0.12	0.15	74.53
其他业务	10.69	16.73	24.24	11.19	13.95	32.76
--房地产开发	4.57	7.15	44.15	3.51	4.37	51.19
--委托管理服务	3.76	5.89	5.21	5.11	6.36	20.42
--广告	0.56	0.87	7.80	0.35	0.43	18.31
--融资租赁	0.14	0.21	29.74	0.26	0.32	12.18

--其他	1.66	2.60	17.67	1.97	2.46	37.10
合计	63.90	100.00	43.89	80.27	100.00	35.04

注：2019 年，环保业务-其他收入为 17.60 万元
资料来源：公司年报

2. 高速公路投资与运营业务

跟踪期内，公司参控股路产有所变化。受疫情期间免通行费政策、收费政策调整及路网分流等综合影响，公司 2020 年通行费收入有所下降，但公司路产质量仍高。

跟踪期内，公司控股及参股的高速公路项目中新增龙大高速，建成通车外环项目一期，出让广梧高速和江中项目。

新增路产方面，2020 年 11 月，公司收购深圳龙大高速公路有限公司（以下简称“龙大公司”，其拥有龙大高速 100%股权）89.93%股权，收购对价 4.05 亿元。龙大公司运营的龙大高速路段为松岗以北至莞佛高速公路的 4.426 公里路段，收费经营期至 2027 年 10 月 8 日，2018—2019 年的日均标准车流量分别为 15.27 万辆和 15.45 万辆，日均通行费收入分别为 42.80 万元和 42.98 万元。龙大高速路产质量较高，公司通过收购龙大公司，可获得龙大高速的运营收益，且可避免控股股东深国际与公司存在同业竞争。

外环项目由公司、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”）及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）共建，建成后由外环公司运营，详见后文代建项目分析。外环项目一期于 2020 年 12 月 29 日通车运营，全线长约 51 公里，是深圳市构建“十横十三纵”路网的又一重要干道，贯穿深圳市宝安、光明、龙华、龙岗、坪山等地，后续可实现一定规模的通行费收入。

路产出让方面，综合考虑广梧高速和江中项目改扩建投资成本及资本回报，并结合公司发展战略，公司通过公开挂牌方式捆绑出让广梧高速和江中项目的路产公司的股权（相应的持股比例分别为 30.00%和 25.00%），相应股权投资账面净值分类至“持有待售资产”，账面

价值 4.95 亿元。2020 年 12 月，公司与广东新粤交通投资有限公司签订相关股权转让协议，交易价格约为 5.2 亿元，截至本报告出具日，相关资产交割手续正在推进中。

改扩建高速公路方面，跟踪期内阳茂高速改扩建项目正在推进，机荷高速改扩建项目已获得核准。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 3 名股东将按各自所持有的股份比例出资共 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，预计 2022 年完工。截至 2020 年末，阳茂高速改扩建工程完工进度约 46%，路基工程、软基处理、涵洞工程、桥梁基础及桥梁下构已全部完成，完成约 80%桥梁上构工程，约 55%的路面工程。机荷高速改扩建项目已于 2020 年末获得广东省发改委的核准批复，工程可行性方案已通过交通运输部审查，公司正在开展方案初步设计评审及先行段施工招标等相关工作，投融资模式正在磋商，尚未明确。

截至本报告出具日，公司控股及参股的高速公路项目共 15 个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 529 公里，较 2019 年末的 546 公里略有下降；全部为经营性高速公路，其中 15 公里尚在建设中，具体情况见下表。公司经营和投资的高速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。从单公里收益看，2020 年公司运营的路产单公里收益为 865.56 万元，较上年的 931.75 万元有所

下降，但单公里收益水平仍保持高位，公司路产质量高。

表 4 截至本报告出具日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	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.02
水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.02
沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环项目	100.00	控股	深圳	60.00	6	一期营运 二期在建	2045.12（尚未 得到最终批准）
龙大高速	89.93	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
广东省-其他地区：							
清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.07
阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	4	营运	2027.07
广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
其他省份：							
武黄高速	100.00	控股	湖北	70.30	4	营运	2022.09
长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2029.10
南京三桥	25.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10
益常高速	100.00	控股	湖南	78.30	4	营运	2033.12

资料来源：公司年报及公司提供

2020 年，公司高速公路收费政策有所调整，主要包括（1）为推广 ETC 使用，对 ETC 用户实行不少于 5%的车辆通行费基本优惠政策；（2）根据交通运输部出具的《收费公路车辆通行费车型分类》，将核载 8 人和 9 人客车由原 2 类客车降为 1 类微小型客车，货车由计重收费转为按车型收费；（3）广东省交通管理部门要求对枢纽互通匝道里程取消收费，并重新核准分段计费收费标准，且各段收费金额精确计量到分；（4）为提高结算效率并降低物流成本，2020 年 5 月 6 日全国高速公路恢复收费后，所有 ETC 系统对各路段收费采取“四舍五不入”累计计费方式，即各路段收费金额小于 0.5 元的部分舍去取整到“元”，大于 0.5 元的部分不进位仍按实际金额享受 95 折优惠费率。

除疫情期间免通行费政策和收费政策调整影响外，公司运营的各高速公路在恢复收费

期间受区域复工复产或分流等因素影响，亦有不同表现，具体如下。

梅观高速、沿江高速、长沙环路和南京三桥的 2020 年日均通行费收入较上年有所提升，主要系梅观高速在恢复收费期间，受益于沿线大型生产基地及建筑工程的全面复工复产，货车车流量有所增长所致；长沙环路受益于周边经济商圈的复苏及长益北线高速等周边路网开通的正面影响；南京三桥主要受益于周边及区域经济的较快回升所致。沿江高速主要受益于深圳前海及西部港区等多个大型建筑工程的建设推进、沿线经济活动的复苏，以及东滨隧道沙河西侧接线西行段开通带来的路网协同效应等正面影响。此外，沿江项目自 2021 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日通行的货车仍按照收费标准的 50%收取通行费，免收的 50%通行费将由深圳市政府于次年的 3 月一次性补

偿支付，补偿收入在当期确认为通行费收入，计入“应收账款”。该政策利于沿江项目车流量及通行费收入增长。

其余的高速公路 2020 年日均通行费收入较上年有所下降。深圳地区的机荷高速、水官高速及水官延长段主要系受广东省实施取消枢纽互通匝道及站外里程收费等政策，对各路段收费里程进行重新梳理核准，计费里程有所调整所致。此外，坂银大道于 2020 年 5 月通车，对水官延长段车流量分流较为明显。广东省其他地区及其他省份高速公路日均通行费收入下降，主要系受疫情免通行费政策、收费政策调整及路网分流影响所致。其中，阳茂高速 2020 年日均通行费收入较上年下降 15.09%，主要系除收费政策调整、相邻路网分流影响外，路网封闭施工等因素对其有负面影响所致。

表 5 公司控股及参股高速公路运营情况
(单位：千元)

区域	公路名称	日均通行费收入		
		2018 年	2019 年	2020 年
深圳地区	梅观高速	351	383	393
	机荷东段	2076	2105	2012
	机荷西段	1794	1830	1680
	沿江高速	1273	1459	1498
	水官高速	1738	1786	1658
	水官延长段	329	331	253
广东省其他地区	清连高速	2084	2293	2275
	阳茂高速	1771	1524	1294
	广梧高速	869	796	787
	江中项目	1313	1250	1175
	广州西二环	1653	1597	1544
其他省份	武黄高速	1055	1130	1059
	益常高速	1119	1106	1066
	长沙环路	395	428	511
	南京三桥	1341	1393	1517

注：龙大高速为 2020 年 11 月收购，日均通行费收入未列示
资料来源：公司年报，联合资信整理

3. 环保业务

跟踪期内，南京风电和包头南风业务开展较好，收入有所增长；2020 年 1 月合并的蓝德环保效益显现，新增餐厨垃圾处理项目建设和

运营收入。未来，受益于收购木垒风力发电项目和乾泰公司，以及光明环境园建设运营，公司环保业务规模将继续扩大。

(1) 风机设备销售

2019 年 4 月，公司通过并购和增资获得南京风电 51.00% 股权。南京风电负责研发、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。

2020 年，南京风电实现销售收入 14.28 亿元，交付风机设备 169 台，较上年的 80 台大幅增长，主要系受抢装潮影响所致。公司主要客户较上年变化不大，账期约 9 个月，相对于收费公路业务的账期，南京风电账期较长。

(2) 风力发电

公司持有包头南风 67% 股权。包头南风在内蒙古自治区设有 5 家从事风力发电项目投资开发与经营的全资子公司，截至 2021 年 3 月末拥有 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。

2020 年，包头南风上网电量 64413.00 万千瓦时，较上年增长 11.35%，主要系蒙西地区复工复产情况和风电政策环境均较好，用电需求增长所致；平均电价较上年变化不大。2020 年，包头南风实现风力发电收入 2.38 亿元。

电价补贴方面，2020 年 9 月，包头南风 5 个风场均纳入新能源补贴目录。截至 2020 年末，包头南风累计应收电费补贴款项 3.06 亿元。

表 6 包头南风运营情况

指标	2019 年	2020 年
发电量（万千瓦时）	59422.05	66186.00
上网电量（万千瓦时）	57846.00	64413.10
平均电价（元/千瓦时）	0.43	0.41

资料来源：公司提供

此外，2021 年 1—3 月，子公司深高速（广东）新能源投资有限公司通过股权受让及增资方式，以约 10.15 亿元收购木垒风力发电项目。木垒风力发电项目位于新疆昌吉回族自治州，共拥有 166 台风力发电机组，实际装机容量合计 299 兆瓦。乾智和乾慧装机容量合计 249.5

兆瓦，已于 2020 年末建成并网发电，经营期至 2040 年 12 月，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时；乾新项目装机容量 49.5 兆瓦，已于 2015 年 11 月建成并网，经营期至 2036 年 4 月，上网电价 0.51 元/千瓦时。木垒风资源丰富，具有较高的风力开发价值，且公司在木垒的风力发电项目属于准东—皖南特高压配套项目，电力消纳具有一定保障。

（3）餐厨垃圾处理

截至 2020 年末，公司持有蓝德环保 67.14% 股权。蓝德环保是国内重要的有机垃圾综合处理和建设运营的企业，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服务。

2020 年，随着在建有机垃圾处理项目的推进，蓝德环保实现餐厨垃圾处理项目建造收入 7.38 亿元；在运营和试运营的项目共实现餐厨垃圾处理项目运营收入 1.05 亿元。截至 2020 年末，蓝德环保拥有以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理 BOT/PPP 项目 17 个，餐厨厨余垃圾设计处理量超过 4000 吨/天。其中，投入试运营或正式运营项目 9 个，在建及拟建项目 8 个，预计总投资 26.13 亿元，已投资 20.91 亿元。

此外，2021 年 2 月，公司中标光明环境园项目，光明环境园项目位于深圳市光明区，将建成一座具备处理餐厨垃圾 1000 吨/天，及具备处理大件（废旧家具）垃圾 100 吨/天、绿化垃圾 100 吨/天的大规模处理厂，采用 BOT 模式实施，公司负责项目的投融资、设计、建设、改造、运营维护以及移交等工作，特许经营期拟定为 10 年，经考核合格及光明区政府批准后，特许经营权可延期 5 年。项目静态总投资估算约为 7.08 亿元。未来，随着光明环境园建设运营，公司餐厨垃圾项目建设和运营收入将会有所增长。

（4）其他

公司持有重庆德润环境有限公司（以下简称“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。2020 年，公司参股德润环境实现投资收益 2.06 亿元，较上年增长 6.69%。

跟踪期内，公司通过增资和转让形式以 2.25 亿元收购乾泰公司 50% 股权，于 2020 年 12 月 16 日将其纳入合并范围。乾泰公司于 2020 年 12 月获批国家高新技术企业，是深圳市唯一入选国家工信部第二批符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单的企业。乾泰公司拥有报废新能源汽车拆解资质，主要经营退役动力电池综合利用业务和汽车拆解业务，具有 10 余项拥有自主知识产权的动力电池回收与新能源汽车拆解的核心技术，在新能源汽车拆解、动力电池技术领域和上下游市场具有较强的综合实力。

4. 其他业务

（1）土地项目开发与管理

贵龙开发项目

跟踪期内，贵龙项目继续推进，公司实现一定的房地产开发收入，项目整体去化情况较好。

公司贵龙开发项目由子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“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，整体区位情况较好。截至 2020 年末，公司已累计竞拍土地 2770 亩，成交金额合计 9.6 亿元。其中，1610 亩已转让，1075 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 1075 亩进行自主二级开发。跟踪期内，公司建设和销售重点为三期开发项目。其中，三期第一阶段工程（162 亩，相当于 10.7 万平方米）已于 2020 年内完工，共推出 271 套住宅，已签约销售并回款 228 套，截至 2020 年末已交房 132 套；三期第二阶段工程（107 亩，相当于 7.07 万平方米）亦投入建设，拟推

出 244 套商业配套物业，计划于 2021 年末前建成完工；三期第三阶段工程（216 亩，相当于 14.27 万平方米）于 2020 年 8 月开工建设，拟推出 1200 余套住宅，截至 2020 年末已签约销售并回款 12 套，计划将于 2022 年中完工。

城市更新项目

跟踪期内，公司参与开发的梅林关更新项目建设与销售情况良好，公司实现一定的投资收益。

公司、新通产公司和万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）共同投资深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地”），持股比例分别为 34.3%、35.7%和 30%。

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 万平方米；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。

项目二期和雅轩于 2019 年 9 月启动销售，截至 2020 年末二期的 683 套住宅已全部销售并基本回款。2020 年，项目三期和颂轩已完成相关审批程序并已开工建设，拟推出 630 套住宅及 2722 套公寓，并已于 2020 年 12 月初正

式销售，截至 2020 年末 630 套住宅认购率达 88%。2020 年，参股联合置地为公司带来投资收益 3.96 亿元，较上年增长 4.91%。

（2）委托管理服务

跟踪期内，公司新承接委托代建项目为比孟项目。公司代建项目中除朵花项目、比孟项目及外环项目部分需要公司出资，其余项目资金主要由委托方出资，公司代建项目资金支出压力相对较小。

跟踪期内，公司新承接代建项目为比孟项目，预计总投资不超过 10.00 亿元。2020 年 5 月，子公司贵深公司与贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙实业”）签订投资合作协议。根据协议，比孟项目建设期 2 年，运行期 3 年，由贵深公司负责筹集建设资金，贵龙实业将按约定向贵深公司支付项目费用及投资回报。截至 2020 年末，比孟项目的场地平整及边坡支护工程已进场施工，已完成约 29%形象进度。

截至 2020 年末，公司主要代建项目预计总投资额 344.86 亿元，尚需投资金额 172.57 亿元。代建项目中除朵花项目、比孟项目及外环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。具体的各代建项目推进进度如下。

表 7 截至 2020 年末公司主要代建项目情况（单位：年、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		
					2021 年	2022 年	2023 年
外环项目	2014—2021	203.10	委托方出资及项目公司自筹	157.76	10.99	24.96	7.32
货运组织调整项目	2016—2021	14.44	委托方出资	8.65	2.76	1.64	0.50
深汕环境园项目	2020—2030	107.40	委托方出资	0.10	3.00	/	/
朵花项目	2018—2021	9.92	公司出资	5.70	1.57	2.05	0.17
比孟项目	2020—2022	10.00	公司出资	0.08	3.27	3.91	0.95
合计	--	344.86	--	172.29	21.59	32.56	8.94

注：外环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，125.21 亿元中公司已投资额为 50.41 亿元
资料来源：公司提供

外环项目为双向六车道，全长约 60.09 公里，预计总投资额 203.10 亿元，其中公司及外环公司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

托负责外环项目的建设管理，以经审核的项目清理概算（不含土地征用及拆迁补偿费，含管线改迁费）加成 1.5%测算委托管理费。截至 2020 年末，外环项目已实现投资 157.76 亿元，完工进度约 81.4%，土地征收和拆迁工作已基本完成。其中，外环项目一期已通车运营，二期工程正全面开展路基、桥梁等工程施工，三期先行段工程勘察设计等前期工作已开展。

深汕环境园项目，全称为深汕生态环境科技产业园基础设施及配套项目，预计总投资额 107.40 亿元，由深圳市人民政府投资，公司负责全过程代建管理业务，预计 2025 年完成全部建设内容。公司可按一定比例获得代建基本管理服务费用，约为 2.27 亿元。深汕环境园的前期各项报批工作已基本完成，施工招标已完成，并于 2020 年末正式开工。

朵花项目包括但不限于朵花大桥（全长 1260 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。子公司贵深公司与贵州省贵龙县政府、贵龙实业签订合作协议，负责项目投融资、设计委托与管理。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。截至 2020 年末，朵花项目已投资 5.70 亿元，已完成约 65%的形象进度。收入确认方面，2020 年之前，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。

此外，公司凭借多年高速公路行业积累的经验，提供代管业务，实现一定委托代管收入。跟踪期内，公司达成南光高速、盐排高速、盐坝高速和龙大高速深圳段综合管养项目的合同续签，合同期限由 2020 年 6 月 11 日起至 2021 年 6 月 10 日止。由于 2020 年公司收购龙大公司 89.93%股权，公司与其对应委托方约定，公司不收取 2020 年 7 月 1 日至股权交割日的委托费用。

（3）自建项目

公司在建项目持续推进，未来随着外环项目等完工运营，公司在深圳地区高速公路路网布局将进一步完善。

公司主要的自建项目主要包括外环项目和沿江二期项目中的应出资部分，具体投资情况如下表所示。截至 2020 年末，公司在建项目预计总投资额 75.00 亿元，尚需投资金额 24.13 亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。

表 8 截至 2020 年末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	预计总投资	已投资额	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
外环项目	2016—2021	6	65.00	50.41	7.27	7.32	--
沿江二期项目	2018—2024	7	10.00	0.46	0.22	0.18	0.19
合计	--	--	75.00	50.87	7.49	7.50	0.19

注：1. 此表中外环项目和沿江二期项目预计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

外环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的分析。

沿江项目分两期建设，沿江一期为沿江高速主线，于 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。因配合深中通道东人工岛建设要求，跟踪期内沿江二期工程设计及建设方案有所调整。截至 2020 年末，根据调整后的建设方案，沿江二期项目完工进度约 47%，土地征收和拆迁工作已全部完成，完成约 57%的路基工程、63%的桥梁工

程和约 10%的路面工程。

(4) 参股金融机构

公司持有万和证券股份有限公司（以下简称“万和证券”）8.68%股份，参股贵州银行股份有限公司（以下简称“贵州银行”），可实现一定投资收益和协同效益。

2020 年 8 月，公司与有关各方签订了万和证券增资协议，公司出资 9.5 亿元认购万和证券增资后 8.68%股份。认购完成后，公司将成为万和证券第三大股东。万和证券是深圳国资委控股并具有全牌照的综合类券商。公司认购万和证券股份一方面能够在投资并购、资本运作等方面为公司提供金融资源和服务，产生协同和互补；另一方面，可实现一定的投资回报。

贵州银行于 2019 年 12 月 30 日在联交所挂牌上市，公司通过子公司以港币 2.48 元/股参与 IPO 认购，认购股数 7620.7 万股。加上公司于 2015 年和 2016 年认购贵州银行增发股份，截至 2020 年末，公司共计持有贵州银行约 5.02 亿股股份，占其总股本的比例为 3.44%。

5. 未来发展

未来，公司将以打造优质基础设施、服务城市美好生活为使命，以“创新、智慧、绿色、高效”为特色，巩固和提升收费公路产业优势，积极拓展特色环保、一体化清洁能源产业，成为一流的交通与环保等基础设施建设运营服务商。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 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，审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

会计估计变更方面，公司自 2020 年 1 月 1 日起变更益常高速和水官高速特许经营无形资产单位摊销额的相关会计估计，该会计估计变更减少截至 2020 年底的归属于母公司股东权益约 925 万元，减少公司 2020 年归属于母公司股东净利润约 925 万元，整体影响不大。

合并范围方面，2020 年，公司合并范围新增非同一控制下合并的蓝德环保及其下属子公司、深圳高速工程发展有限公司、乾泰公司，同一控制下合并的中国物流金融服务有限公司（以下简称“物流金融公司”）、深圳市深国际融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）、龙大公司以及新设立 8 家子公司。2021 年 1—3 月，公司收购乾智、乾慧和乾新，合并范围增加 3 家子公司。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内子公司 85 家，其中一级子公司 21 家。由于融资租赁公司、物流金融公司和龙大公司按同一控制下合并纳入合并范围，公司对以前年度的合并报表进行追溯调整，本报告采用追溯调整后财务数据。总体看，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，仍以非流动资产为主，主要为高速公路特许经营无形资产，且货币资金充裕，资产质量较高。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较年初增长 20.78%，主要系非流动资产增长所致，资产结构仍以非流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	78.36	17.16	100.81	18.28	101.96	17.49
货币资金	47.79	10.47	55.49	10.06	55.35	9.49
非流动资产	378.22	82.84	450.64	81.72	481.10	82.51
其他非流动金融资产	2.18	0.48	16.06	2.91	16.06	2.75
长期股权投资	87.06	19.07	89.39	16.21	91.35	15.67
固定资产	28.72	6.29	34.93	6.33	55.52	9.52

无形资产	236.03	51.70	268.54	48.70	265.40	45.52
资产总额	456.58	100.00	551.45	100.00	583.05	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动资产较年初增长 28.65%，主要系货币资金、应收票据和划分为持有待售的资产有所增加所致。公司货币资金较年初增长 16.12%，主要为银行存款（占 94.46%）。货币资金中受限资金 23.16 亿元，占货币资金的 41.73%，主要为项目委托工程管理专项账户资金（占 77.28%）、应付票据承兑保证金、受监管的股权收购款等。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规定负责安排工程建设资金的支付。

截至 2020 年末，公司非流动资产较年初增长 19.15%，主要系无形资产和其他非流动金融资产增长所致。

截至 2020 年末，公司其他非流动金融资产较年初增长 636.85%，主要系公司收购万和证券和深圳国资协同发展私募基金合伙企业（以下简称“国资协同基金”）股权所致。

截至 2020 年末，公司长期股权投资账面价值较年初变化不大。公司长期股权投资全部为对联营企业的投资，包括对德润环境和联合置地等。2020 年，公司权益法下确认的投资收益为 8.81 亿元。

截至 2020 年末，公司固定资产较年初增长 21.64%，主要系外环项目一期通车，相关路产转固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 24.75%）、交通设备（占 24.45%）和机械设备（占 49.02%）构成，累计计提折旧 12.98 亿元，固定资产成新率 73.09%，成新率一般。

截至 2020 年末，公司无形资产较年初增长 13.77%，主要以特许经营无形资产为主（占 98.66%）。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，2020 年公司对特许经营权无形资产计提摊销 14.24 亿元。截至 2020 年末，公司对特许经营权无形资产累计摊销 105.98 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产为 190.36 亿元，其中受限货币资金为 23.16 亿元，质押高速公路收费权 140.15 亿元（对应借款余额为 49.85 亿元），质押深圳市梅观高速公路有限公司 100% 股权（账面价值 5.54 亿元）为长期债券提供的反担保，质押捷德安派有限公司（即 JEL 公司）45% 股权（账面价值 2.62 亿元）用于短期借款质押，质押蓝德环保餐厨垃圾处理项目特许经营权和子公司股权（账面价值 18.67 亿元）及廊坊水气土地使用权 0.22 亿元用于售后回租债务抵押。公司受限资产在总资产中占比为 34.52%，受限比例一般。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 5.73%，主要系公司收购木垒风力发电项目带动固定资产增长所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。

3. 资本结构

跟踪期内，受益于公司发行永续债券，公司所有者权益规模有所增长；实收资本和资本公积占比不高，公司所有者权益稳定性仍一般。

截至 2020 年末，公司所有者权益为 262.79 亿元，较年初增长 24.85%，主要系公司发行 40.00 亿元永续债券计入其他权益工具所致。归属于母公司所有者权益 230.43 亿元，主要由实收资本（占 9.46%）、其他权益工具（占 17.36%）、资本公积（占 26.05%）、盈余公积（占 11.77%）和未分配利润（占 31.58%）构成。所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益为 268.09 亿元，较年初增长 2.02%，主要系未分配利润增加所致。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务大幅增长，存在一定短期偿债压力，但公司整体债务负担适中。

截至 2020 年末，公司负债总额较年初增长 17.29%，系流动负债增长所致。公司负债结构

由以非流动负债为主向较为均衡转变。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	66.78	27.13	140.35	48.62	151.55	48.12
短期借款	3.64	1.48	13.41	4.65	22.30	7.08
应付账款	9.83	4.00	18.70	6.48	15.98	5.07
其他应付款	31.90	12.96	35.70	12.37	33.72	10.71
一年内到期的非流动负债	5.05	2.05	36.66	12.70	38.41	12.20
其他流动负债	0.00	0.00	20.41	7.07	30.19	9.58
非流动负债	179.33	72.87	148.30	51.38	163.42	51.88
长期借款	90.32	36.70	65.11	22.56	77.58	24.63
应付债券	46.76	19.00	37.92	13.14	37.93	12.04
长期应付款	22.17	9.01	22.34	7.74	25.60	8.13
负债总额	246.11	100.00	288.66	100.00	314.96	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2020 年末，公司流动负债较年初增长 110.19%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。

截至 2020 年末，公司短期借款较年初增长 268.59%，主要为信用借款（占 80.26%）。

截至 2020 年末，公司应付账款较年初增长 90.14%，主要系蓝德环保纳入合并范围以及南京风电风机零部件采购款增加所致。公司应付账款主要为应付工程款、质保金、保证金及应付货款。

截至 2020 年末，公司其他应付款较年初增长 11.93%，主要系公司受深圳市政府委托管理建设公路项目，收到的政府拨款扣除依据工程建设付款，产生的拨款结余增长所致。

截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 625.75%，其中一年内到期的应付债券 30.68 亿元（占 83.70%）。

截至 2020 年末，公司新增其他流动负债 20.41 亿元，主要系公司发行 20.00 亿元超短期融资券所致。

截至 2020 年末，公司非流动负债较年初下降 17.30%，主要系长期借款规模下降所致。

截至 2020 年末，公司长期借款较年初下降 27.91%。从到期期限分布看，公司长期借款中

于 2022 年到期 4.01 亿元，于 2022—2025 年到期 23.25 亿元，其余于 2025 年及以后到期，集中偿付压力不大。

截至 2020 年末，公司应付债券较年初下降 18.90%，主要系部分应付债券一年内到期进行重分类所致。

表 11 截至 2020 年末公司应付债券情况

（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	8.17	15	2022.07
SZEW B2107	2.88	19.79	5	2021.07
18 深高速 MTN001	4.14	10.17	3	2021.07
18 深高速 MTN002	4.49	8.13	5	2023.08
20 深高 01	3.05	14.31	3+2	2025.03
G20 深高 1	3.65	8.04	3+2	2025.10
合计	--	68.61	--	--

注：1. SZEW B2107 为公司于 2016 年 7 月发行的 5 年期美元债；

2. 表中应付债券包含一年内到期的部分

资料来源：公司年报

截至 2020 年末，公司长期应付款较年初变化不大，主要为蓝德环保 8 家子公司设备售后回租形成的长期应付款和联合置地借款。本报告将长期应付款计入长期债务核算。

截至 2020 年末，公司全部债务 199.42 亿元，较年初增长 17.82%，主要系短期债务增长所致。公司债务结构仍以长期债务为主，但短期债务

占比大幅提升,由年初的 5.91%增长至 37.13%。截至 2020 年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.35%、43.15%和 32.30%,较年初分别下降 1.56 个百分点、1.43 个百分点和 10.77 个百分点。

截至 2021 年 3 月末,公司负债总额为 314.96 亿元,较年初增长 9.11%,主要系公司发行超短期融资券及增加长短期借款所致。公司负债结构仍较为均衡。

截至 2021 年 3 月末,公司全部债务为 234.27 亿元,较年初增长 17.47%,主要系公司发行超短期融资券和长短期借款增加所致。其中,短期债务占 39.77%,长期债务占 60.23%。截至 2021 年 3 月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.02%、46.63%和 34.48%,较年初分别增加 1.67 个百分点、3.49 个百分点和 2.18 个百分点。考虑到永续债的特点和性质,若将其调整至长期债务测算,调整后公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.88%、54.60%和 44.26%。公司整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2020 年,公司营业收入有所增长,投资收益对公司利润的贡献度较高,盈利指标有所下降但水平仍高。

受益于环保业务拓展,2020 年公司营业收入较上年增长 25.61%,利润总额较上年增长 6.65%。

表 12 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	63.90	80.27	19.62
营业成本	35.86	52.15	10.57
费用总额	9.84	9.66	2.95
其中:管理费用	3.51	3.63	0.72
财务费用	5.88	4.92	2.00
投资收益	12.43	9.37	1.54
利润总额	25.41	27.09	7.52
营业利润率	43.03	34.20	44.34

总资本收益率	8.85	6.86	--
净资产收益率	12.39	8.51	--

资料来源:公司财务报表,联合资信整理

2020 年,公司期间费用总额较上年下降 1.83%,变化不大。其中,财务费用较上年下降 16.37%,主要系外币负债受人民币汇率波动影响而产生汇兑收益,以及综合借贷成本下降和资本化利息增加所致。2020 年,公司期间费用占营业收入的比重为 12.04%,较上年下降 3.37 个百分点。

2020 年,公司投资收益较上年下降 24.57%,主要系 2019 年公司转让贵州圣博置地有限公司等四家子公司 100%股权和债权,2020 年无此事项所致。2020 年,公司投资收益主要来自于参股联合置地、德润环境等,投资收益占利润总额比例为 34.60%,对公司利润贡献度较高。

从盈利指标看,2020 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降,但仍处于较好水平。

2021 年 1—3 月,公司营业收入较上年同期增长 313.31%,主要系上年同期受疫情免通行费政策影响较大所致。同期,公司利润总额为 7.52 亿元,较上年同期的-2.24 亿元,由亏转盈。

5. 现金流分析

由于南京风电风机设备的销售与回款存在一定时间差异,公司收入实现质量有所下降。公司投资活动现金流净流出规模扩大,主要为股权投资和项目投资。随着公司在建项目的推进,公司存在一定的筹资需求。

表 13 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	57.09	56.26	17.03
经营活动现金流出小计	40.13	45.25	10.26
经营活动现金净流量	16.95	11.01	6.77
投资活动现金流入小计	37.85	6.85	4.28
投资活动现金流出小计	40.12	51.15	26.95
投资活动现金净流量	-2.27	-44.31	-22.67
筹资活动现金流入小计	74.30	164.89	55.51
筹资活动现金流出小计	85.84	129.01	38.03
筹资活动现金净流量	-11.54	35.88	17.48

现金收入比	87.91	65.09	84.25
-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动看，2020 年，公司经营活动产生的现金流入量较上年变动不大，其中销售商品、提供劳务收到的现金略有下降，主要系受疫情期间免通行费政策影响，通行费收入有所下降所致。同期，公司经营活动产生的现金流出量较上年增长 12.76%，主要系风机零部件采购和代垫工程款增加所致。2020 年，公司经营活动产生的现金流净额有所下降。从收入实现质量看，2020 年公司现金收入比较上年下降 22.83 个百分点，主要系南京风电风机设备的销售与回款实现存在一定时间差异所致。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流入较上年下降 81.91%，主要系 2019 年收到政府回购高速公路项目的剩余补偿款规模较大所致；同期，公司投资活动现金流出量较上年增长 27.51%，主要系支付蓝德环保等股权收购款、支付万和证券及国资协同基金等投资款，以及蓝德环保餐厨项目工程建设支出增加所致。2020 年，公司投资活动现金流仍为净流出且规模扩大。

从筹资活动看，2020 年，公司筹资活动现金流入和流出量均大幅增长，主要系公司融资及债务到期偿还所致。同期，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流仍为净流入，投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金流仍为净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力很强，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。剔除受限货币资金，截至 2020 年末，公司现金短期债务比为 0.49 倍。截至 2021 年 3 月末，上述指标较年初均有所下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年公司 EBITDA 为 54.31 亿元，较上年增长 11.83%；由折旧及摊销（占 32.89%）、计入财务费用的利息支出（占 17.22%）和利润总额（占 49.89%）构成。2020 年，公司 EBITDA 对利息的保障程度和对全部债务覆盖程度仍很高。整体看，公司长期偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力情况（单位：%、倍）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
短期偿债能力指标			
流动比率	117.35	71.83	67.28
速动比率	106.50	65.13	60.76
现金短期债务比	4.85	0.80	0.63
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	5.49	4.63	--
全部债务/EBITDA	3.49	3.67	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 329.31 亿元，其中未使用授信额度 135.70 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，直接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司重大未决诉讼的涉诉主体主要为蓝德环保下属子公司，涉诉事项均系蓝德环保在被收购前已存在的事项，公司在收购时已考虑了涉诉事项的风险，同时在并购协议中做了合理安排。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 14.18 亿元，担保比率 5.29%。包括公司发行“07 深高速债”而向作为债券担保主体的中国建设银行股份有限公司深圳市分行提供反担保，以及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 6.18 亿元。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来自于子公司，母公司对于公司管控力度很强。母公司债务规模快速增长，存在一定短期偿债压力，整体债务负担适中。

截至 2020 年末，母公司资产总额占合并口径资产总额的比重为 66.71%，母公司收入占合并口径收入的比重为 9.33%。公司收入主要来自于子公司，根据公司管理制度等，母公司对子公司管控力度很强。

截至 2020 年末，母公司资产总额 367.87 亿元，较年初增长 33.42%，主要系公司对外投资增加，长期股权投资和其他非流动金融资产增长所致。母公司资产结构较年初变化不大，其中流动资产 33.58 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 334.29 亿元（占 90.87%），主要由长期应收款和长期股权投资构成。截至 2020 年末，母公司货币资金为 13.66 亿元。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 180.28 亿元，较年初增长 23.98%，主要系发行 40.00 亿元永续债券计入其他权益工具所致。

截至 2020 年末，母公司负债总额 187.58 亿元，较年初增长 43.95%，主要系发行超短期融资券及一年内到期的非流动负债规模较大所致。母公司负债结构仍以非流动负债为主，但流动负债占比由年初的 17.97% 提升至 42.26%。截至 2020 年末，母公司全部债务为 164.19 亿元，较年初增长 56.87%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 50.99% 和 47.66%，较年初分别增加 3.73 个百分点和 5.81 个百分点。

2020 年，母公司营业收入为 7.49 亿元，较上年下降 11.65%；母公司利润总额为 10.04 亿元，较上年下降 28.39%。同期，公司实现投资收益 8.89 亿元。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 401.75 亿元，较年初增长 9.21%，主要系长期股权投资和长期预付款项增长所致；负债总额为 218.21 亿元，较年初增长 16.33%，主要系发行超短期融资券且短期借款增加所致。截至 2021 年 3 月末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.31% 和 51.22%，现金短期债务比为 0.63 倍。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 1.49 亿元，利润总额为 3.69 亿元。

十一、 债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2021 年 3 月末，公司现金类资产为 58.90 亿元，为“18 深圳高速 MTN001”“18 深圳高速 MTN002”“20 深高 01”“G20 深高 1”和“G21 深高 1”待偿本金余额（52.00 亿元）的 1.13 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 268.09 亿元，为待偿本金余额的 5.16 倍，公司较大规模的净资产能够对待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

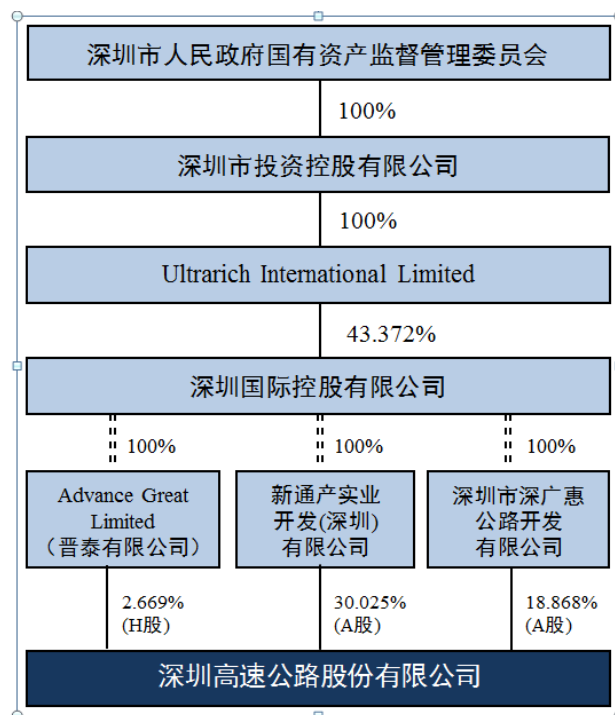
2020 年，公司 EBITDA 为 54.31 亿元，为待偿本金余额的 1.04 倍，公司 EBITDA 对待偿本金余额的覆盖程度高。公司 2020 年经营活动产生的现金流入 56.26 亿元，为待偿本金余额的 1.08 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，融资渠道畅通，联合资信认为，公司对“18 深圳高速 MTN001”“18 深圳高速 MTN002”“20 深高 01”“G20 深高 1”和“G21 深高 1”待偿本金的偿还能力极强。

十二、 结论

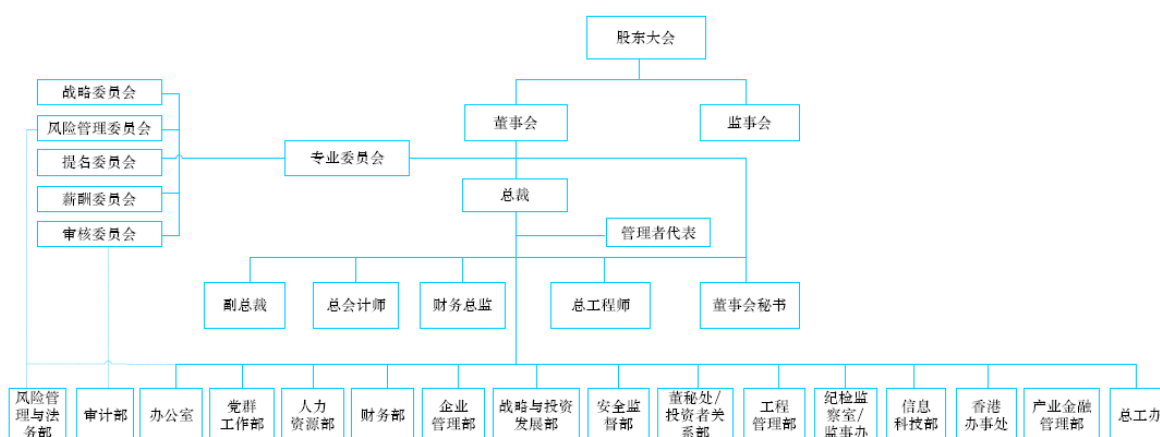
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 深高 01”“G20 深高 1”和“G21 深高 1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末深圳高速公路股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末深圳高速公路股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末深圳高速公路股份有限公司 合并范围内一级子公司情况

序号	单位名称	持股比例（%）	业务性质
1	深圳市外环高速公路投资有限公司	100.00	公路经营
2	深圳高速投资有限公司	100.00	投资
3	深圳高速环境有限公司	100.00	环保实业项目及咨询
4	广东清连公路发展有限公司	76.37	公路经营
5	深圳市高速广告有限公司	100.00	广告
6	深圳市梅观高速公路有限公司	100.00	公路经营
7	美华实业（香港）有限公司	100.00	投资控股
8	深圳机荷高速公路东段有限公司	100.00	公路经营
9	深圳高速运营发展有限公司	100.00	公路经营
10	深圳清龙高速公路有限公司	50.00	公路经营
11	长沙市深长快速干道有限公司	51.00	公路经营
12	湖南益常高速公路开发有限公司	100.00	公路经营
13	深圳高速建设发展有限公司	100.00	基础设施建设管理
14	深圳深高速基建环保开发有限公司	100.00	基建环保工程
15	深圳高速私募产业投资基金管理有限公司	100.00	资本市场服务
16	深圳市广深沿江高速公路投资有限公司	100.00	公路经营
17	包头市南风电科技有限公司	67.00	风力发电
18	深圳高速新能源控股有限公司	100.00	风力发电
19	深圳龙大高速公路有限公司	89.93	公路经营
20	深圳市深国际融资租赁有限公司	48.00	金融服务
21	深圳光明深高速环境科技有限公司	100.00	餐厨垃圾处理

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	42.72	48.52	59.28	58.90
资产总额 (亿元)	411.01	456.58	551.45	583.05
所有者权益 (亿元)	195.40	210.48	262.79	268.09
短期债务 (亿元)	4.97	10.01	74.04	93.16
长期债务 (亿元)	136.54	159.25	125.38	141.11
全部债务 (亿元)	141.51	169.26	199.42	234.27
营业收入 (亿元)	58.07	63.90	80.27	19.62
利润总额 (亿元)	45.45	25.41	27.09	7.52
EBITDA (亿元)	72.50	48.57	54.31	--
经营性净现金流 (亿元)	32.22	16.95	11.01	6.77
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	29.77	13.12	8.12	--
存货周转次数 (次)	4.81	5.46	6.27	--
总资产周转次数 (次)	0.15	0.15	0.16	--
现金收入比 (%)	97.77	87.91	65.09	84.25
营业利润率 (%)	49.92	43.03	34.20	44.34
总资本收益率 (%)	13.77	8.85	6.86	--
净资产收益率 (%)	18.32	12.39	8.51	--
长期债务资本化比率 (%)	41.13	43.07	32.30	34.48
全部债务资本化比率 (%)	42.00	44.57	43.15	46.63
资产负债率 (%)	52.46	53.90	52.35	54.02
流动比率 (%)	124.60	117.35	71.83	67.28
速动比率 (%)	114.86	106.50	65.13	60.76
经营现金流动负债比 (%)	53.30	25.39	7.84	--
现金短期债务比 (倍)	8.60	4.85	0.80	0.63
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.42	5.49	4.63	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.95	3.49	3.67	--

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. 由于深圳市深国际融资租赁有限公司等纳入合并范围为同一控制下合并，公司对合并报表进行追溯调整，本报告数据采用追溯调整后财务数据；3. 将其他流动负债纳入短期债务核算，将其他非流动负债和长期应付款纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.68	13.72	13.66	17.06
资产总额（亿元）	231.22	275.73	367.87	401.75
所有者权益（亿元）	147.29	145.41	180.28	183.54
短期债务（亿元）	0.44	1.55	60.19	79.19
长期债务（亿元）	54.56	103.11	104.00	113.51
全部债务（亿元）	55.00	104.66	164.19	192.70
营业收入（亿元）	15.55	8.47	7.49	1.49
利润总额（亿元）	40.28	14.02	10.04	3.69
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	8.90	-0.24	2.90	0.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	23.47	45.20	41.23	--
存货周转次数（次）	232.78	232.62	272.79	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	48.32	94.22	54.99	94.27
营业利润率（%）	73.97	63.34	62.24	64.15
总资本收益率（%）	16.96	5.44	2.76	--
净资产收益率（%）	23.29	9.36	5.28	--
长期债务资本化比率（%）	27.03	41.49	36.58	38.21
全部债务资本化比率（%）	27.19	41.85	47.66	51.22
资产负债率（%）	36.30	47.26	50.99	54.31
流动比率（%）	149.06	108.45	42.36	40.58
速动比率（%）	148.99	108.42	42.34	40.56
经营现金流动负债比（%）	33.90	-1.02	3.66	--
现金短期债务比（倍）	28.53	8.83	0.23	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

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. 将母公司其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款纳入长期债务核算；3. “/”表示相关数据未获取
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变