

# 信用评级公告

联合〔2022〕3216号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳高速公路集团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集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“18深圳高速MTN002”“20深高01”“G20深高1”“G21深高1”“21深高01”和“22深高01”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：



二〇二二年五月二十七日

# 深圳高速公路集团股份有限公司

## 2022 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	评级展望
深圳高速公路集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 深圳高速 MTN002	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
21 深高 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 深高 01	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
18 深圳高速 MTN002	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/08/15
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
21 深高 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/07/27
22 深高 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2029/01/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 5 月 27 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型</a>	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

### 评级观点

深圳高速公路集团股份有限公司（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。跟踪期内，公司保持双主业发展格局，参控股路产通行费收入恢复性增长，单公里收益水平有所提升，路产质量高；环保业务发展迅速。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到散点疫情对公司的影响仍存在以及公司债务规模增长较快等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司参控股路产持续经营，光明环境园建设运营和生物质项目的特许经营权的并购，公司业务将保持稳定发展。

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“18 深圳高速 MTN002”“20 深高 01”“G20 深高 1”“G21 深高 1”“21 深高 01”和“22 深高 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

- 公司路产质量高。**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，跟踪期内公司参股路产里程有所增加，通行费收入恢复性增长，单公里收益水平有所提升，路产质量高。
- 公司环保业务发展迅速，未来增长空间大。**跟踪期内，公司仍以收购形式拓展环保业务，包括固废资源化管理及清洁能源等方面，环保业务发展迅速。未来，受益于光明环境园建设运营和生物质项目的特许经营权的并购，公司环保业务规模将继续扩大。

### 关注

- 散点疫情对公司的影响仍存在。**散点疫情频发带来的出行限制、提倡就地过节等管控措施对公司高速公路业务的影响仍然存在。
- 债务规模增长较快。**受并购深圳投控国际资本控股基建有限公司以及新增借款、发行债券等的影响，公司债务规模增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 326.99 亿元，较 2020 年末增加 126.52 亿元。

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

分析师:

杨世龙 登记编号 (R0040215110003)

徐汇丰 登记编号 (R0040218010006)

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

主要财务数据:

公司合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	48.52	59.28	44.97	64.42
资产总额 (亿元)	456.58	551.45	606.13	716.14
所有者权益 (亿元)	210.48	262.79	277.72	298.81
短期债务 (亿元)	10.01	74.04	69.98	122.75
长期债务 (亿元)	160.43	126.43	161.70	204.24
全部债务 (亿元)	170.44	200.47	231.68	326.99
营业收入 (亿元)	63.90	80.27	108.72	17.73
利润总额 (亿元)	25.41	27.09	31.78	5.30
EBITDA (亿元)	47.23	51.94	63.66	--
经营性净现金流 (亿元)	16.95	11.01	39.42	6.11
营业利润率 (%)	43.03	34.20	34.15	36.63
净资产收益率 (%)	12.39	8.51	9.74	--
资产负债率 (%)	53.90	52.35	54.18	58.27
全部债务资本化比率 (%)	44.74	43.27	45.48	52.25
流动比率 (%)	117.35	71.83	71.51	64.74
经营现金流动负债比 (%)	25.39	7.84	31.62	--
现金短期债务比 (倍)	4.85	0.80	0.64	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.28	5.55	6.88	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.61	3.86	3.64	--
公司本部 (母公司)				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	275.73	367.87	419.22	410.38
所有者权益 (亿元)	145.41	180.28	197.64	186.38
全部债务 (亿元)	104.95	164.38	176.52	181.16
营业收入 (亿元)	8.47	7.49	18.10	2.63
利润总额 (亿元)	14.02	10.04	17.20	0.96
资产负债率 (%)	47.26	50.99	52.86	54.58
全部债务资本化比率 (%)	41.92	47.69	47.18	49.29
流动比率 (%)	108.45	42.36	45.75	64.46
经营现金流动负债比 (%)	-1.02	3.66	35.99	--

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. 由于深圳深高速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 2019 年数据进行追溯调整, 本报告数据采用追溯调整后财务数据; 3. 本报告将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算, 将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算; 4. 公司 2022 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化  
资料来源: 联合资信根据公司年报整理

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
22 深高01	AAA	AAA	稳定	2022/01/10	杨世龙 崔莹	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 深高01	AAA	AAA	稳定	2021/07/19	杨世龙 崔莹	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 深高01 G20 深高1 G21 深高1	AAA	AAA	稳定	2021/05/24	杨世龙 崔莹	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/05/24	杨世龙 崔莹	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
G21 深高1	AAA	AAA	稳定	2021/04/01	杨世龙 崔莹	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
G20 深高1	AAA	AAA	稳定	2020/04/10	崔莹 张蔚	<a href="#">收费公路企业信用评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 深高01	AAA	AAA	稳定	2020/03/10	崔莹 张蔚	<a href="#">收费公路企业信用评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/08/08	杨明奇 任黛云	<a href="#">高速公路行业信用评级方法(2017年)</a> <a href="#">高速公路行业企业主体信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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编号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

# 深圳高速公路集团股份有限公司

## 2022 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”）关于深圳高速公路集团股份有限公司（曾用名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 2022 年 3 月末，公司总股本 21.81 亿股，其中 14.33 亿股 A 股在上海证券交易所上市交易、7.48 亿股 H 股在香港联合证券交易所上市交易，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，为公司的控股股东；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”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无变化，仍主要从事收费公路业务及环保业务的投资、建设和经营管理。

截至 2022 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 103 家，其中一级子公司 21 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 606.13 亿元，所有者权益 277.72 亿元（少数股东权益 31.33 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 108.72 亿元，利润总额 31.78 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 716.14 亿元，所有者权益 298.81 亿元（少数股东权益 60.05 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实

现营业总收入 17.73 亿元，利润总额 5.30 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 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，其中“22 深高 01”募集资金中尚有 2.48 亿元未使用，其余募集资金均已按指定用途使用完毕；“21 深高 01”和“22 深高 01”尚未到首次付息日，其余债券在付息日正常付息。

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 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
21 深高 01	10.00	10.00	2021/07/27	5 年
22 深高 01	15.00	15.00	2022/01/20	5+2 年

资料来源：Wind

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物

进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、

推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 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

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。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、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。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。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。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

根据交通运输部发布的《2019—2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年末提高 0.12 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、云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。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，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，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8% 和 71.3%。

表 3 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.00
旅客运输周转量 (亿人公里)	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量 (亿吨)	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量 (亿吨公里)	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年前三季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 288.16 亿吨，较 2020 年同期增长 19.8%，货物运输周转量 50575.67 亿吨公里，较 2020 年同期增长 19.8%；公路旅客运输量 39.22 亿人次，较 2020 年同期下降 20.2%，旅客运输周转量 2818.15 亿人公里，较 2020 年同期下降 15.6%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

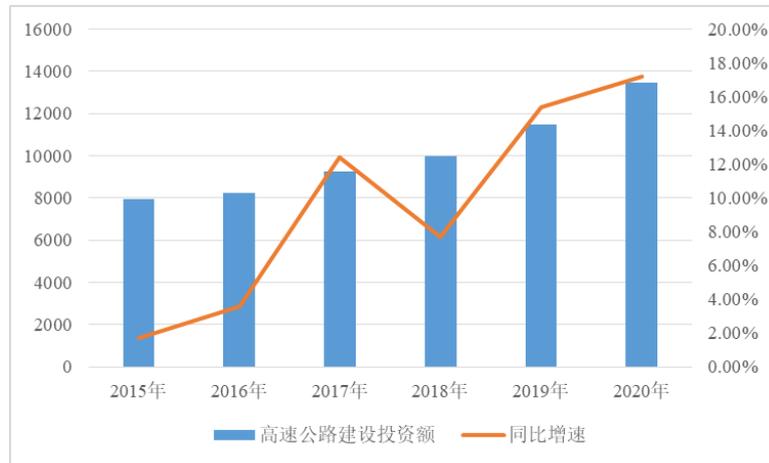
## 2. 行业特点

**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主要硬件支撑，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。2020 年，

中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年（15.4%）提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1 2015 - 2020 年中国高速公路建设投资情况（单位：亿元）



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

**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%，其他债务占比为 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，中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。**

2020 年，中国高速公路通行费总收入同比下降 17.74%，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长 14.85%，通行费收支缺口扩大至 7177.43 亿元，较上年增加 2503.49 亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020 年占 83.11%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入对当年还本付息支出覆盖能力较弱。

表 4 2015 - 2020 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
					绝对值	同比 (%)
通行费收入 (亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.24	-17.74
支出总额 (亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出 (亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出 (亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口 (亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.43	53.56
通行费收入/偿还债务利息 (倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金 (倍)	0.96	1.04	1.08	1.05	0.67	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

### 3. 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9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）的通知》国办发〔2018〕91号，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，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

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年初，受新冠肺炎疫情影响，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）。突发的新冠肺炎疫情

对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

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。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

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 等政策以及债务化解方案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。

#### 4. 未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021 年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

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。

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。2021 年 3 月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

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，中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. 股权状况

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(自主查询版)(中征码：4402000000052947)，截至 2022 年 4 月 18 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 2022 年 5 月 24 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，公司董事会成员和高级管理人员有变动，主要管理制度连续，管理运作正常。**

跟踪期内，经股东大会批准，公司董事会成员和高级管理人员有变动，上述变更系公司正常人事变动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

截至 2021 年末，公司董事共 11 名，其中董事长仍为胡伟；监事共 3 名，其中监事会主席仍为林继童；高级管理人员 9 名，其中总裁仍为廖湘文。

跟踪期内，主要管理制度连续，管理运作正常。

## 八、重大事项

**公司于 2022 年以股权收购形式参股广深高速和西线高速，扩大参股路产里程。**

2021 年 8 月，深圳市投资控股有限公司（深圳市国资委全资子公司，以下简称“深投控”）全资子公司深圳投控国际资本控股有限公司（作为卖方，以下简称“深投控国际”）和公司全资子公司美华实业（香港）有限公司（作为买方，以下简称“美华公司”）就公司收购深圳投控湾区发展有限公司（港股上市公司，股票代码 80737.HK，以下简称“湾区发

展”）71.83%股权的事项订立协议，本次交易标的为深投控国际持有的深圳投控国际资本控股基建有限公司（湾区发展控股股东，以下简称“深投控基建”）全部已发行股份，预计交易总对价不超过 104.79 亿港元。

2022 年 1 月 11 日，美华公司采用非公开协议方式受让了深投控基建 100.00% 股权。交易完成后，深投控基建成为公司的全资子公司，湾区发展成为公司的非全资子公司（持股 71.83%）。湾区发展主要经营广深高速和西线高速，并从事收费公路沿线土地综合开发业务。

2022 年 3 月 7 日，公司公告称拟向湾区发展转让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”）51.00% 的股权。沿江公司现为公司全资子公司，主要从事沿江高速公路深圳段的投资，建设及营运。沿江高速是广州和深圳的第二条核心快速通道，沿江公司的股权转让后，公司和湾区发展可统筹管理广深高速和沿江高速等深圳区域收费公路，集约资源，精细化管理，降低整体运营成本。该股权转让事项须待各方进一步协商并签署正式买卖协议后落实。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，受益于通行费收入恢复性增长，公司营业收入有所增长，但“风机抢装潮”后市场竞争加剧等因素对公司环保业务收入规

模造成一定影响。综合毛利率变动不大。

跟踪期内，公司仍以高速公路运营和环保业务为双主业，通行费收入和毛利率恢复性增长，环保业务板块持续拓展。

2021 年，公司通行费收入较上年增长 34.33%，主要系 2020 年受疫情期间免通行费政策、人员流动管控等因素导致当年通行费收入下降，2021 年恢复性增长，同时外环一期项目通车贡献增量收入所致；环保业务收入较上年下降 28.85%，主要系与风机设备销售相关收入受“风机抢装潮”后市场竞争加剧、存量项目实施缓慢及增量订单延期实施等因素影响大幅下降，以及餐厨垃圾处理项目建造收入受部分项目于 2021 年收尾，公司按履约进度确认收入金额较少影响有所下降所致；其他业务收入较上年增长 184.58%，主要系根据企业会计准则调整 PPP 项目会计处理方式新增特许经营安排下的建造服务收入，以及朵花大桥、比孟项目等项目建设进度推进带动委托建设与管理服务收入增长所致。

毛利率方面，2021 年，公司通行费收入毛利率较上年上升 4.28 个百分点，主要系通行费收入增长所致；环保业务毛利率较上年上升 7.03 个百分点，主要系毛利率较高的风力发电业务收入随投资并购带来风电项目装机容量大幅提升而提升所致；其他业务毛利率较上年下降 19.20 个百分点，主要系新增收入占比较大的特许经营安排下的建造服务，其会计处理方式暂不产生毛利润所致。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
主营业务一通行费	43.87	54.65	44.78	58.93	54.20	49.06
主营业务一环保	25.21	31.40	19.08	17.93	16.50	26.11
与风机设备销售相关	14.28	17.79	12.95	1.33	1.22	15.41
风力发电	2.38	2.96	59.11	5.80	5.34	60.16
餐厨垃圾处理项目建造	7.38	9.19	20.98	5.39	4.96	13.20
餐厨垃圾处理项目运营	1.05	1.31	-7.65	2.99	2.75	0.87
餐厨垃圾处理设备销售	--	--	--	0.09	0.08	-30.12
其他	0.12	0.15	74.53	2.34	2.15	11.83

其他业务	11.19	13.95	32.76	31.86	29.30	13.56
房地产开发	3.51	4.37	51.19	3.03	2.78	52.97
委托建设与管理服务	5.11	6.36	20.42	10.34	9.51	20.65
广告	0.35	0.43	18.31	0.19	0.18	0.21
融资租赁	0.26	0.32	12.18	0.66	0.61	21.91
特许经营安排下的建造服务	--	--	--	15.40	14.16	0.00
其他	1.97	2.46	37.10	2.24	2.06	19.54
合计	80.27	100.00	35.04	108.72	100.00	34.87

资料来源：公司年报

## 2. 高速公路投资与运营业务

跟踪期内，公司参股路产里程有所增加，外环高速一期贡献增量路费收入，原有收费公路路费收入恢复性增长，公司路产质量高。

跟踪期内，公司参股的高速公路项目中新增广深高速和西线高速，建成通车外环项目二期。

新增路产方面，2022年1月11日，公司已通过股权收购持有湾区发展71.83%股权，间接享有西线高速50.00%和广深高速45.00%的利润分配比例。

建成通车方面，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，二期于2022年1月1日通车运营，三期（规划里程约16.8公里）正在进行项目前期工作。

改扩建高速公路方面，跟踪期内机荷高速改扩建项目已获得核准，阳茂高速改扩建工程已完工。机荷高速为公司控股高速，改扩建项

已于2020年末获得广东省发改委的核准批复，初步设计方案及概算已通过交通运输部批复，公司正在开展施工图修编及招标等工作，投融资模式正在与政府部门磋商，尚未明确。阳茂高速为公司参股路产，阳茂高速改扩建工程已于2021年12月完工并于2021年12月16日全线通行。

截至2022年3月末，公司控股及参股的高速公路项目共17个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约604公里，较2021年3月末的529公里有所增加；全部为经营性高速公路，其中5.7公里尚在建设中。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，2021年公司运营的路产单公里收益为1048.59万元，较上年的865.56万元有所提升，公司路产质量高。但散点疫情频发带来的出行限制、提倡就地过节等管控措施对公司高速公路业务的影响仍然存在。

表6 2022年3月末公司控股及参股高速公路收费公里情况

收费项目	权益比例 (%)	控股/参股	位置	收费里程 (公里)	车道数量 (条)	状况	收费到期日 (年、月)
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	2038.12

						二期在建	
外环项目	100.00	控股	深圳	60.00	6	营运	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
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
清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.07
西线高速	50.00	参股	广州、佛山、中山	98.00	6	营运	2035.06
广深高速	45.00	参股	深圳、东莞、广州	122.80	6	营运	2027.06
武黄高速	100.00	控股	湖北	70.30	4	营运	2022.09
益常高速	100.00	控股	湖南	78.30	4	营运	2033.12
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

资料来源：公司年报及公司提供

2021年，随着疫情缓解、复工复产和恢复收取通行费的影响，公司大部分投资及运营的高速公路通行费收入较上年有所增长，部分公路在恢复期间受平行路段分流等因素影响有不同表现。其中，外环一期于2020年12月末通车运营，其开通对机荷高速全线车流量产生分流影响。广佛肇高速主线于2021年4月下旬贯通，其对广州西二环车流量产生分流影响。南京五桥于2020年末通车运营，对南京三桥

产生车流量分流影响。坂银大道于2020年5月通车，对水官延长段车流量产生分流影响。

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50.00%收取通行费，免收的50.00%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”。该政策持续执行仍利于沿江项目车流量及通行费收入增长。

表7 公司控股及参股高速公路运营情况

位置	公路名称	日均通行费收入（千元）		日均混合车流量（千量次）
		2020年	2021年	2021年
广东省—深圳地区	梅观高速	392.6	448.9	158
	机荷东段	2012.0	2012.4	329
	机荷西段	1680.4	1526.7	217
	水官高速	1658.5	1808.7	266
	水官延长段	252.8	244.1	71
	沿江高速	1498.4	1619.6	168
	外环项目	--	2523.5	234
	龙大高速	--	400.1	115
广东省—其他地区	阳茂高速	1293.6	1352.6	46
	广州西二环	1543.5	1380.4	91
	清连高速	2274.5	2399.5	51
其他省份	武黄高速	1059.5	1311.4	67
	益常高速	1065.8	1277.5	58
	长沙环路	511.5	816.3	87
	南京三桥	1516.9	1301.3	29

注：1. 外环项目一期自2020年12月29日通车运营，二期于2022年1月1日通车运营，因此未列入2020年相关数据中；2. 公司于2020年11月完成对深圳龙大高速公路有限公司的收购，因此龙大高速未列入2020年相关数据中；3. 公司于2022年3月参股西线高速和广深高速，未列入上表中；4. 日均混合车流量数据不包含在实施节假日免费方案期间通行的免费车流量  
资料来源：公司年报

### 3. 环保业务

跟踪期内，受“风机抢装潮”后市场竞争加剧、存量项目实施缓慢及增量订单延期实施等因素影响，风机设备销售相关收入大幅下滑；投资并购带来风电项目装机容量大幅提升，风力发电业务开展较好；餐厨垃圾处理相关效益显现。未来，受益于光明环境园建设运营和生物质项目的特许经营权的并购，公司环保业务规模将继续扩大。

#### (1) 风机设备销售

截至 2021 年末，公司持有南京风电科技有限公司（以下简称“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。

跟踪期内，受“风机抢装潮”后市场竞争加剧、存量项目实施缓慢及增量订单延期实施等因素影响，风机设备销售及交付进度均有所延后，2021 年南京风电实现风机设备销售收入 1.33 亿元，较上年的 14.28 亿元大幅下降。

2022 年 2 月，公司通过与国家电投集团福

建电力有限公司成立的合营公司以 40290 万元控股收购了南京安维士传动技术股份有限公司（以下简称“安维士”）51.00% 股权，其中公司实缴出资 20145 万元。安维士从事国内齿轮箱运维业务，公司对其收购有利于拓展风电一体化产业链。

#### (2) 风力发电

2021 年，公司共实现风力发电收入 5.80 亿元。截至 2021 年末，公司投资和经营的风电项目累计装机容量达 648 兆瓦。

截至 2021 年末，公司持有包头市南风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）100.00% 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 年末拥有 165 台风力发电机组，总装机容量 247.5 兆瓦，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时。2021 年，包头南风上网电量较上年增长 9.53%，风力发电收入较上年增长 8.62%，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。

表 8 公司 2021 年风电项目运营情况

项目	风力发电		装机容量（兆瓦）	上网电量（兆瓦时）	风力发电业务收入（千元）
	权益比例（%）	收入合并比例（%）			
包头南风项目	100.00	100.00	247.50	705485.39	258368.00
木垒风力发电项目	100.00	100.00	299.00	519860.00	305592.00
永城助能项目	100.00	100.00	32.00	27648.32	14681.00
中卫甘塘项目	100.00	100.00	49.50	3648.42	1818.00
淮安中恒项目	20.00	--	99.40	7374.04	--

资料来源：公司年报

2021 年，子公司深高速（广东）新能源投资有限公司（以下简称“广东新能源”）通过股权受让及增资方式，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”，对价约 10.15 亿元。木垒风力发电项目位于新疆维吾尔自治区昌吉回族自治州，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。木垒风力发电项目所在地风力资源丰富，具有较高的风电开发价值，且属于准东—皖南特高压配套项目，电力消纳具有一定保障。

2021 年 7 月，广东新能源通过受让及增资方式合计投资不超过 3218.4 万元收购淮安中恒新能源有限公司（以下简称“淮安中恒”）99.4 兆瓦风电项目 20% 股权，作为淮安中恒项目质

保期内的实际运维管理方，为南京风电业务拓展提供一定基础。

2021年9月，广东新能源通过股权受让及增资方式合计投资约10151.4万元收购上海助能新能源科技有限公司（以下简称“助能新能源”）100.00%股权，从而持有其全资子公司永城市助能新能源科技有限公司投资经营的永城助能项目。永城助能项目位于河南省商丘市永城市，拥有装机容量32兆瓦的分散式风电场，已于2020年末建成并网，上网电价0.6元/千瓦时。

2021年12月，广东新能源通过股权受让及增资方式合计投资约17499.00万元收购宁夏中卫新唐新能源有限公司100.00%股权，从而持有中卫甘塘项目。中卫甘塘项目位于宁夏回族自治区中卫市沙坡头区甘塘镇，拥有装机容量为49.5兆瓦的风电场，已于2020年末建成并全容量并网发电，带补贴含税的上网电价为0.56元/千瓦时。

电价补贴方面，截至2021年末，公司控股风电项目累计应收电费补贴8.45亿元，其中尚未收到的电费补贴为7.37亿元，体现在“长期应收款”中。

### （3）餐厨垃圾处理

2021年，公司共实现餐厨垃圾处理项目建设、运营和设备销售收入共8.47亿元。

截至2021年末，公司持有深高蓝德环保科技有限公司（以下简称“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厨余垃圾、垃圾渗滤液等市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案。2021年，随着在建有机垃圾处理项目的推进和存量项目陆续转入商业运营，蓝德环保完成有机垃圾处理量约68.7万吨。截至2021年末，蓝德环保拥有有机垃圾处理PPP项目19个，厨余垃圾设计处理量超过4000吨/天。其中，已进入商业运营项目11个，在建及拟建项目8个，预计总投资13.70亿元，已投资7.56亿元。

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。项目总投资估算约为9.58亿元，截至2021年末，已投资1.28亿元。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。

2022年2月27日公司子公司深圳高速环境有限公司与深圳市利赛环保科技有限公司（以下简称“利赛环保”）原个人股东签订了关于利赛环保股权转让及增资协议，以不超过13125万元收购利赛环保70.00%的股权，成为其控股股东，2022年4月20日股权转让相关工作已完成。利赛环保拥有深圳市城市生物质垃圾处置工程BOT项目（“生物质项目”）的特许经营权，特许经营服务区域为深圳市龙华区，设计处理能力为生物质垃圾500吨/日。通过控股收购利赛环保，公司将获得深圳市龙华区餐厨垃圾特许经营权，有利于提升公司在深圳区域的厨余垃圾处理市场份额。

### （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，主要业务为供水及污水处理、垃圾焚烧发电和环境修复等。2021年，公司参股德润环境实现投资收益2.98亿元，较上年增长44.44%。

2020年12月16日，公司通过增资和转让形式以2.25亿元收购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”）50%股权，并取得实际控制，将其纳入合并范围。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。2021年，乾泰公司中标报废电池综合处置项目累计合同金额超过9000万元，已回收报废车辆近2000台，完成了小批量换电产品

交付。

#### 4. 委托管理及其他基础设施开发业务

跟踪期内，公司房产开发项目整体去化情况较好，但受跟踪期内交付进度较缓的影响，房地产开发收入和相关投资收益有所下降；公司在建项目持续推进，随着外环项目分期完工运营，公司在深圳地区高速公路路网布局进一步完善。

##### (1) 土地项目开发与管理

###### 贵龙开发项目

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 2021 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（项目名为“悠山美墅”），剩余土地用途尚未完成具体规划。

截至 2021 年末，悠山美墅一期及二期第一阶段工程推出的住宅已全部交付使用并回款。二期第二阶段商业配套物业及三期第一阶段住宅已完工，正在销售中，去化率分别为 86% 和 96%。三期第二阶段的商业配套物业工程计划总投资 1.66 亿元，尚在前期勘察设计中；三期第三阶段的住宅工程计划总投资 10.50 亿元，已投资 5.14 亿元。

2021 年，公司房地产开发业务收入 3.03 亿元，较上年下降 13.78%，主要系本期交房数量

有所减少所致。

###### 城市更新项目

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% 和 65.7%。

梅林关更新项目位于深圳市龙华区，地块的土地面积约为 9.6 万平方米，土地用途为居住及商业用地，计容建筑面积总计不超过 48.64 万平方米（含公共配套设施等），计划分三期进行建设。

截至 2021 年末，项目一期和风轩及二期和雅轩的住宅已全部销售完毕；项目三期和颂轩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，和颂轩推出 630 套住宅及 2700 余套公寓，并于 2020 年 12 月初正式公开销售，截至 2021 年末，630 套住宅已全部售罄，已签约销售 750 套公寓。2021 年，参股联合置地为公司带来投资收益 0.65 亿元，较上年下降 82.07%，主要系受项目建设进度影响，当期房屋交付结转较少所致。

##### (2) 委托管理服务

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。跟踪期内，公司继续推进在建项目的施工进度。

截至 2021 年末，公司主要代建项目预计总投资额 398.48 亿元，尚需投资金额 205.66 亿元，其中公司需出资 21.82 亿元。

表 9 截至 2021 年末公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金筹措方案
外环项目（一期和二期）	205.94	166.26	委托方出资及项目公司自筹
货运组织调整项目	14.87	11.40	委托方出资
深汕环境园项目	154.19	3.72	委托方出资
朵花项目	9.92	6.69	公司出资
比孟项目	10.00	2.41	公司出资
龙华市政项目	3.56	2.34	委托方出资
合计	398.48	192.82	--

注：外环项目（一期和二期）总投资为项目初步设计概算额，154.19 亿元中公司需投资 65.00 亿元；已投资额为项目实际投资额，包含政府投资部分，166.26 亿元中公司已投资额为 54.00 亿元  
资料来源：公司提供

外环项目是按照 PPP 模式投资的收费公路，全线双向六车道，全长约 77 公里，分三期建设，其中，外环一期（约 50.74 公里）于 2020 年末通车运营，二期（约 9.35 公里）于 2022 年 1 月 1 日正式通车，三期（规划里程约 16.8 公里）正在进行项目前期工作，先行段施工、监理等工作已开展。外环项目一期和二期预计总投资额 205.94 亿元，其中公司及外环公司共投入资金或安排融资 65.00 亿元，其余金额由特建发投入；三期项目的融资模式尚未确定。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 2021 年，外环项目一期和二期已实现投资 166.26 亿元。

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 154.19 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，约为 2.27 亿元。截至 2021 年末，公司正在推进深汕环境园的前期工作，园区配套市政道路工程已正式开工。

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 2.2 公里，预计总投资额为 9.92 亿元。公司子公司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，贵深公司负责项目投融资、设计委托与管理，贵龙实业按约定向贵深公司支付一定的投资回报。截至 2021 年末，朵花项目已投资 6.69 亿元，已完成约 92% 的形象进度。

比孟项目为安置房小区项目，由公司子公司深圳高速投资有限公司（以下简称“投资公司”）与贵龙实业签订投资合作协议，预计总投资额不超过 10.00 亿元，建设期 2 年，运行期 3 年，由投资公司负责筹集建设资金，贵龙实业

将按约定向投资公司支付项目费用及投资回报。截至 2021 年末，比孟项目整体形象进度完成约 51%。

公司提供的代管业务可实现一定委托代管收入。2021 年，公司仍续签为期一年的南光高速、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，还承接了坝光和梧桐收费站、沙荷临时发卡站项目、坪山区全区域及光明区、宝安区部分街道的市政道路养护业务等。

### （3）自建项目

除上述代建项目中公司出资部分外，截至 2021 年末，公司在建自建项目主要为沿江项目。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（含鹤洲互通立交、机场互通立交）和国际会展中心（沙井）互通立交两部分，于 2015 年 12 月开工建设，其中国际会展中心互通立交已于 2019 年完工通车。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。截至 2021 年末，机场互通立交至鹤洲互通立交主线结构已贯通，沿江二期项目累计完成工程进度约 69%，完成约 77% 的路基工程、约 69% 的桥梁工程和约 10% 的路面工程。

## 5. 未来发展

未来，公司将深耕深圳和粤港澳大湾区、布局全国，以“创新、智慧、绿色、高效”为特色，为城市提供可持续发展解决方案，致力于成为一流的公路交通及环保等基础设施建设运营重要服务商。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2021 年度合并财务报表经德勤华永会计师事务所（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 2022 年一季度财务数据未经审计。

会计估计变更方面，公司自 2021 年 10 月 1 日起变更长沙环路特许经营权单位摊销额的会计估计，该会计估计变更使截至 2021 年末的归属于母公司股东权益和 2020 年归属于母公司股东的净利润均增加 477.07 万元，整体影响不大。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围新增乾智、乾慧、乾新、助能新能源和宁夏中卫 5 家非同一控制下企业合并的子公司及其子公司，新增 9 家新设的子公司，因吸收合并减少 1 家子公司。2022 年 1—3 月，公司合并范围

新增 11 家子公司。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内子公司 103 家，其中直接控股子公司 21 家。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，以参股控股高速公路特许经营权为主，且货币资金充裕，资产质量较高。**

截至 2021 年末，公司合并资产总额较上年末增长 9.92%，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 10 公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>100.81</b>	<b>18.28</b>	<b>89.14</b>	<b>14.71</b>	<b>110.09</b>	<b>15.37</b>
货币资金	55.49	10.06	41.97	6.92	62.08	8.67
<b>非流动资产</b>	<b>450.64</b>	<b>81.72</b>	<b>517.00</b>	<b>85.29</b>	<b>606.06</b>	<b>84.63</b>
长期预付款项	3.18	0.58	17.92	2.96	3.80	0.53
长期应收款	9.97	1.81	17.60	2.90	20.12	2.81
长期股权投资	89.39	16.21	93.64	15.45	194.91	27.22
固定资产	34.93	6.33	57.08	9.42	72.53	10.13
在建工程	1.24	0.22	17.80	2.94	1.56	0.22
无形资产	268.54	48.70	270.98	44.71	267.84	37.40
<b>资产总额</b>	<b>551.45</b>	<b>100.00</b>	<b>606.13</b>	<b>100.00</b>	<b>716.14</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2021 年末，公司流动资产较上年末下降 11.58%，主要系货币资金减少所致。

截至 2021 年末，公司货币资金较上年末下降 24.37%，主要为银行存款；货币资金中受限资金 4.61 亿元，占货币资金的 10.98%，主要为受监管的股权收购款、工程管理专项账户资金和保证金等。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，相关款项在工程管理专项账户中，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。

截至 2021 年末，公司非流动资产较上年末增长 14.73%，主要系固定资产、在建工程和长期预付款项增长所致。

截至 2021 年末，公司长期预付款项较上年末增加 14.74 亿元，主要系新增预付融资租赁设备款和深投控基建股权收购相关价款所致。

截至 2021 年末，公司长期应收款较上年末增加 7.63 亿元，主要系新增应收深投控基建代偿债务款所致。

截至 2021 年末，公司长期股权投资较上年末增加 4.75%。公司长期股权投资全部为对联营企业的投资，投资对象包括对德润环境和联合置地等。2021 年，公司权益法下确认的投资收益为 6.63 亿元。

截至 2021 年末，公司固定资产较上年末增长 63.40%，主要系木垒风力发电项目纳入合并范围所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 15.85%）、交通设备（占 13.66%）和机械设备（占 69.30%）构成；累计计提折旧 16.94 亿元，计提减值准备 65.57 万元，固定资产成新率 77.10%；未办妥产权证书的固定资产账面价值 6.98 亿元，其中部分产权证书尚在办理中，部

分公路及附属房屋将于收费期满后无偿移交政府，因此未计划获取相关产权证书。

截至 2021 年末，公司在建工程较上年末增加 16.56 亿元，主要系购入汉京金融中心 35—48 层物业并装修（用于办公）所致。

截至 2021 年末，公司无形资产较上年末增长 0.91%，主要以与收费公路相关的特许经营权为主（占 86.20%，采用车流量法在收费公路经营期限内进行摊销）；累计计提摊销 125.07 亿元。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产为 246.22 亿元，其中受限货币资金 4.61 亿元，主要用于短期、长期借款质押，为长期债券提供的反担保和售后回租长期应付款抵押等。公司受限资产在总资产中占比为 40.62%，受限比例一般。

表 11 截至 2021 年末公司资产受限情况

受限	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)
货币资金	4.61	0.76
高速公路收费权	184.66	30.47
融资租赁项目应收账款收款权	4.87	0.80
黄石蓝德应收账款收款权	0.04	0.01
深圳市梅观高速公路有限公司 100.00% 股权	5.07	0.84
捷德安派有限公司 (JEL 公司) 45% 股权	2.69	0.44
木垒风力发电项目 100.00% 股权	10.92	1.80
廊坊市水气蓝德机械设备制造有 限责任公司土地使用权	0.22	0.04
蓝德环保餐厨垃圾处理项目特 许经营权、生产设备和子公司股权	21.91	3.62

汉京金融中心 37、40—48 层	11.23	1.85
合计	246.22	40.62

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末增长 18.15%，其中公司通过股权收购间接享有的西线高速 50.00% 和广深高速 45.00% 利润分配比例导致公司长期股权投资大幅增加。

### 3. 资本结构

跟踪期内，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 2021 年末，公司所有者权益 277.72 亿元，较上年末增长 5.68%，主要由实收资本（占 7.85%）、其他权益工具（占 14.40%，为永续债，利率 4.60%）、资本公积（占 22.04%）、盈余公积（占 10.56%）和未分配利润（占 30.75%）构成。所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益 298.81 亿元，较上年末增长 7.60%，主要系收购湾区发展导致少数股东权益增加所致。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务增长快，整体债务负担适中。

截至 2021 年末，公司负债总额较上年末增长 13.77%，系短期借款、长期借款和应付债券增加所致。公司负债结构由较均衡向以非流动负债为主转变。

表 12 公司负债主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>140.35</b>	<b>48.62</b>	<b>124.65</b>	<b>37.96</b>	<b>170.05</b>	<b>40.75</b>
短期借款	13.41	4.65	32.38	9.86	83.83	20.09
应付账款	18.70	6.48	25.02	7.62	25.04	6.00
其他应付款	35.70	12.37	17.71	5.39	11.32	2.71
一年内到期的非流动负债	36.66	12.70	16.53	5.03	17.34	4.15
其他流动负债	20.41	7.07	20.38	6.21	20.33	4.87
<b>非流动负债</b>	<b>148.30</b>	<b>51.38</b>	<b>203.77</b>	<b>62.04</b>	<b>247.28</b>	<b>59.25</b>
长期借款	65.11	22.56	84.10	25.61	92.98	22.28
应付债券	37.92	13.14	70.87	21.58	85.76	20.55
长期应付款	22.34	7.74	24.80	7.55	43.67	10.46
<b>负债总额</b>	<b>288.66</b>	<b>100.00</b>	<b>328.42</b>	<b>100.00</b>	<b>417.33</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2021 年末，公司流动负债较上年末减少 11.19%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。

截至 2021 年末，公司短期借款较上年末增长 141.44%，主要为信用借款和质押借款。

截至 2021 年末，公司应付账款较上年末增长 33.81%，主要系应付工程款、货款随项目推进和业务开展相应增加所致。公司应付账款主要为应付工程款、质保金及保证金和应付货款。

截至 2021 年末，公司其他应付款较上年末下降 50.39%，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，产生的拨款结余减少所致。

截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末下降 54.92%，主要为一年内到期的应付债券和一年内到期的长期借款。

截至 2021 年末，公司其他流动负债较上年末下降 0.17%，主要为公司发行的超短期融资券。

截至 2021 年末，公司非流动负债较上年末增长 37.40%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

截至 2021 年末，公司长期借款较上年末增长 29.17%，主要为质押借款和信用借款；借款利率 3.30%~5.88%。

截至 2021 年末，公司应付债券较上年末增长 86.87%，主要系新发债券所致。

表 13 截至 2022 年 3 月末公司存续债券情况

债券简称	起息日	发行利率 (%)	余额 (亿元)	期限 (年)	到期日
07 深高速债	2007/07/31	5.50	8.00	15	2022/07/31
18 深圳高速 MTN002	2018/08/15	4.49	8.00	5	2023/08/15
20 深高 01	2020/03/20	3.05	14.00	3+2	2025/03/20
G20 深高 1	2020/10/22	3.65	8.00	3+2	2025/10/22
G21 深高 1	2021/04/19	3.49	12.00	3+2	2026/04/19
SZEXPB2607 (美元债)	2021/07/08	1.75	3.00 亿美元	5	2026/07/08
21 深高 01	2021/07/27	3.35	10.00	5	2026/07/27
21 深圳高速 SCP004	2021/09/13	2.30	10.00	0.74	2022/06/11
22 深高 01	2022/01/20	3.18	15.00	5+2	2029/01/20
22 深圳高速 SCP001	2022/03/08	2.12	10.00	0.49	2022/09/02

注：1. 表中包含计入应付债券、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的存续债券；2. 表中余额为票面价值

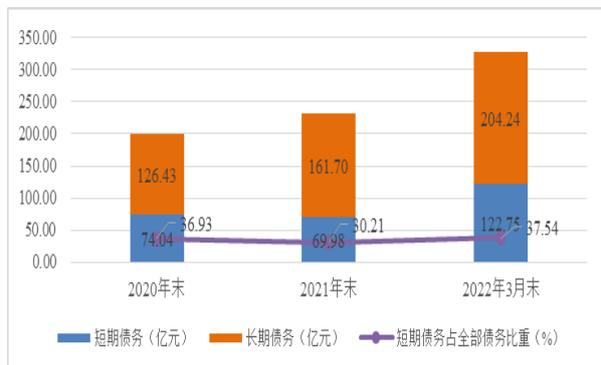
资料来源：Wind

截至 2021 年末，公司长期应付款较上年末增长 11.01%，主要为联合置地为公司提供的往来款和蓝德环保子公司设备售后回租形成的长期应付款。本报告将长期应付款计入长期债务核算。

截至 2021 年末，公司全部债务 231.68 亿元，较上年末增长 15.57%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增加所致。公司债务结构

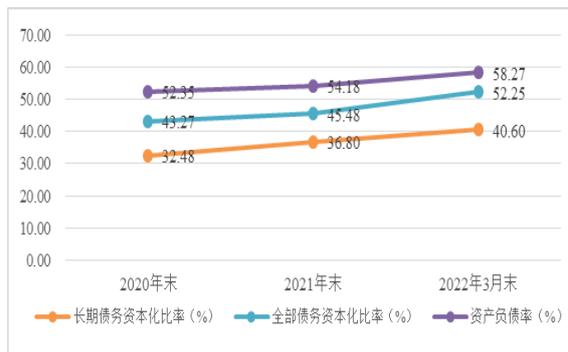
仍以长期债务为主，短期债务占比有所下降。截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末分别提高 1.84 个百分点、2.21 个百分点和 4.32 个百分点。从债务期限分布看，公司有息债务（不含应付票据）还款期在 1 年以内、1~2 年、2~5 年和 5 年以上分别占 28.98%、17.19%、28.93% 和 24.90%，集中偿付压力不大。

图 1 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图 2 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 27.07%，主要系短期借款增加所致。

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 326.99 亿元，较上年末增长 41.14%，主要系并购深投控基建带来的债务增长以及新增借款和发行债券所致。债务结构方面，短期债务占 37.54%，长期债务占 62.46%，以长期债务为主，短期债务占比上升快。从债务指标来看，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 58.27%、52.25% 和 40.60%，较上年末分别提高 4.09 个百分点、6.77 个百分点和 3.80 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，截至 2022 年 3 月末，公司全部债务增至 366.99 亿元。债务结构方面，短期债务 122.75 亿元（占 33.45%）、长期债务 244.24 亿元（占 66.55%）。从债务指标看，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 63.86%、58.64% 和 48.55%，较调整前分别上升 5.59 个百分点、6.39 个百分点和 7.95 个百分点。整体看，公司债务负担适中。

#### 4. 盈利能力

**2021 年，受益于通行费收入恢复性增长，公司营业收入和利润总额大幅增长，盈利能力仍处于高水平。**

2021 年，公司营业收入较上年增长 35.45%，利润总额较上年增长 44.71%。

表 14 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	80.27	108.72	17.73
营业成本	52.15	70.80	11.15
期间费用	9.66	13.98	3.40
其中：管理费用	3.63	5.29	0.88
财务费用	4.92	7.49	2.29
投资收益	9.37	5.70	2.14
利润总额	27.09	31.78	5.30
营业利润率 (%)	34.20	34.15	36.63
总资本收益率 (%)	6.33	7.07	--
净资产收益率 (%)	8.51	9.74	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2021 年，公司期间费用总额较上年增长 44.71%。其中，管理费用较上年增长 45.71%，主要系业务规模扩大导致管理类员工成本及中介机构等专项费用增加、以及 2020 年实施阶段性社保减免政策所致；财务费用较上年增长 52.40%，主要系部分建设项目投入运营相应资本化利息减少和外币负债汇兑收益减少所致。2021 年，公司综合借贷成本 3.81%，较上年下降 0.35 个百分点；期间费用占营业收入的比重为 12.86%，较上年提高 0.82 个百分点。

2021 年，公司投资收益较上年下降 17.30%，主要系联合置地开发的梅林关城市更新项目交房较少使得相关投资收益下降，以及本年外汇远期合约到期交割确认平仓损失所致；公司投资收益主要来自于参股德润环境、联合置地和

参股的高速公路等，投资收益占利润总额比重为 17.94%，对公司利润贡献程度有所下降。

从盈利指标看，2021 年，公司营业利润率较上年变动不大，总资本收益率和净资产收益率较上年有所上升，仍处于高水平。

2022 年 1—3 月，公司营业收入同比下降 9.65%，利润总额同比下降 21.61%，其中，通行收入和利润总额主要受疫情影响和广连高速于 2021 年末开通分流影响有所下降；德润环境上年同期确认一次性垃圾发电补贴收入和资产处置收益，因此投资收益同比有所下降；贵龙开发项目交房数量同比减少，商品房开发收益有所减少。

#### 5. 现金流分析

2021 年，公司经营活动现金净流入规模随主营业务收入的增加而增加，收入实现质量有所提升；投资活动现金流净流出规模扩大，主要为办公楼、股权投资和项目投资。随着公司在建项目的推进，公司仍存在一定的筹资需求。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	56.26	84.10	18.35
经营活动现金流出小计	45.25	44.69	12.24
<b>经营活动现金净流量</b>	<b>11.01</b>	<b>39.42</b>	<b>6.11</b>
投资活动现金流入小计	6.85	19.14	4.33
投资活动现金流出小计	51.15	70.48	20.74
<b>投资活动现金净流量</b>	<b>-44.31</b>	<b>-51.33</b>	<b>-16.41</b>
筹资活动现金流入小计	164.89	186.11	87.08
筹资活动现金流出小计	129.01	169.41	73.51
<b>筹资活动现金净流量</b>	<b>35.88</b>	<b>16.69</b>	<b>13.56</b>
现金收入比（%）	65.09	72.78	89.13

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从经营活动看，2021 年，公司经营活动产生的现金流入量较上年增长 49.49%，主要系本年通行费和木垒风力发电项目收入增加引起经营性现金流入增加所致。同期，公司经营活动产生的现金流出量较上年变动不大。2021 年，公司经营活动现金仍为净流入且规模扩大，整体

收入实现质量有所提升。

从投资活动看，2021 年，公司投资活动现金流入量较上年增长 179.59%，主要系收回部分投资款所致；公司投资活动现金流出量较上年增长 37.77%，主要系预付深投控基建收购款和汉京金融中心投入所致。2021 年，公司投资活动现金仍为净流出且规模扩大。

从筹资活动看，2021 年，公司筹资活动现金流入和流出量均有所增长，主要系公司融资及债务到期偿还所致；公司筹资活动现金仍为净流入但规模收窄。

2022 年 1—3 月，公司投资活动现金仍为净流出，经营活动和融资活动现金仍为净流入。

#### 6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

从短期偿债指标表现看，截至 2021 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所下降。剔除受限货币资金，截至 2021 年末，公司现金短期债务比为 0.58 倍。截至 2021 年 3 月末，上述指标均有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标表现看，2021 年公司 EBITDA 较上年有所增长，全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA/利息支出有所增长。整体看，公司长期偿债能力指标表现强。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	71.83	71.51	64.74
	速动比率（%）	65.13	60.77	56.67
	现金短期债务比（倍）	0.80	0.64	0.52
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	51.94	63.66	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.86	3.64	--
	EBITDA/利息支出（倍）	5.55	6.88	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 455.32 亿元，其中未使用授信额度 264.25 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，可申请股票增发，进行直接融资。

截至 2021 年末，公司对外担保金额为 12.58 亿元，担保比率 4.53%。其中公司发行“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，担保金额 8.00 亿元；子公司贵州深高速置地有限公司（以下简称“贵州置地”）为悠山美墅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 4.54 亿元；子公司乾泰公司在被收购之前对外提供的担保，担保金额 0.05 亿元，相关事项已在收购协议中采取了风险防范措施。整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2021 年末，公司为应诉方的重大未决诉讼涉诉中，蓝德环保下属子公司因建设工程施工合同纠纷涉诉 1.03 亿元（其中反诉 0.51 亿元），相关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；南京风电因买卖合同纠纷涉诉 1.10 亿元（其中反诉 0.26 亿元）；贵深公司及下属子公司贵州置地因股权转让合同纠纷涉诉金额 1.23 亿元，深圳高速建设发展有限公司因采购合同纠纷涉诉 0.46 亿元。

#### 7. 母公司财务分析

**公司收入主要来自于子公司，母公司对子公司管控力度很强。母公司整体债务负担适中，存在一定短期偿债压力。**

截至 2021 年末，母公司资产总额占合并口径的 69.16%，母公司收入占合并口径的 16.65%。公司收入主要来自于子公司，母公司对子公司管控力度很强。

截至 2021 年末，母公司资产总额 419.22 亿元，较上年末增长 13.96%。母公司资产结构较上年末变化不大，其中流动资产 37.39 亿元（占

8.92%），主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产 381.83 亿元（占 91.08%），主要由长期应收款和长期股权投资构成。截至 2021 年末，母公司货币资金为 13.19 亿元。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 197.64 亿元，较上年末增长 9.63%。

截至 2021 年末，母公司负债总额 221.58 亿元，较上年末增长 18.13%。母公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2021 年末，母公司全部债务为 176.52 亿元，较上年末增长 7.39%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.86%和 47.18%，较上年末分别增加 1.86 个百分点和减少 0.52 个百分点。

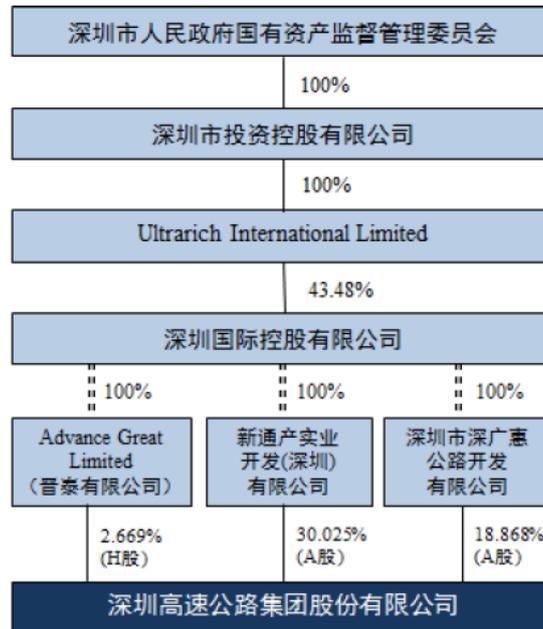
2021 年，母公司营业收入为 18.10 亿元，较上年增长 141.69%；母公司利润总额为 17.20 亿元，较上年增长 71.26%。同期，母公司实现投资收益 14.36 亿元。

截至 2022 年 3 月末，资产总额 410.38 亿元，所有者权益为 186.38 亿元，负债总额 224.00 亿元；资产负债率 54.58%；全部债务 181.16 亿元，全部债务资本化比率 49.29%，现金短期债务比 0.46 倍。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 2.63 亿元，利润总额 0.96 亿元。

## 十一、 结论

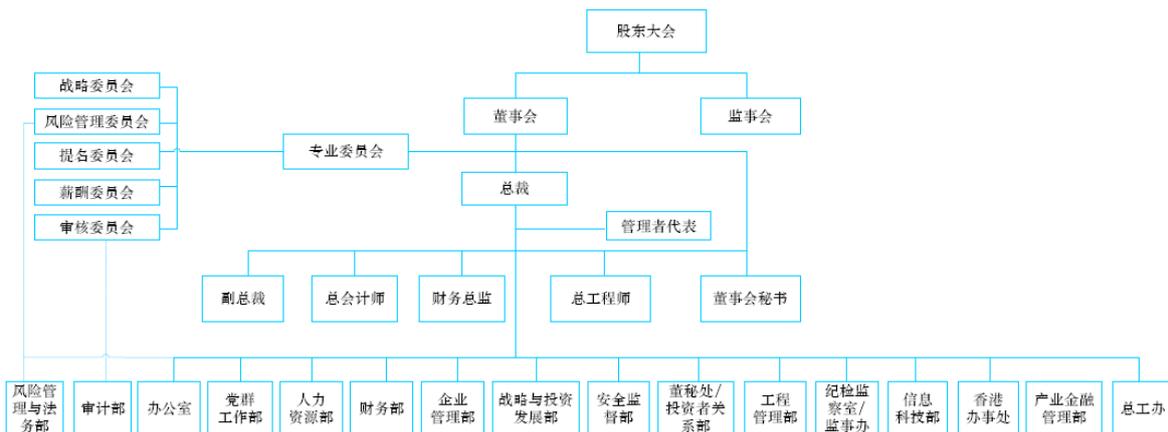
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 深圳高速 MTN002”“20 深高 01”“G20 深高 1”“G21 深高 1”“21 深高 01”和“22 深高 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2022 年 3 月末深圳高速公路集团股份有限公司 股权结构图



资料来源：公司年报

### 附件 1-2 截至 2022 年 3 月末深圳高速公路集团股份有限公司 组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年 3 月末深圳高速公路集团股份有限公司 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	深圳高速运营发展有限公司	100.00	公路经营
9	深圳清龙高速公路有限公司	50.00	公路经营
10	长沙市深长快速干道有限公司	51.00	公路经营
11	湖南益常高速公路开发有限公司	100.00	公路经营
12	深圳高速建设发展有限公司	100.00	基础设施建设管理
13	深圳深高速基建环保开发有限公司	100.00	基建环保工程
14	深圳高速私募产业投资基金管理有限公司	51.00	资本市场服务
15	深圳市广深沿江高速公路投资有限公司	100.00	公路经营
16	深圳深高速融资租赁有限公司	90.25	金融服务
17	深圳高速新能源控股有限公司	100.00	风力发电
18	深圳龙大高速公路有限公司	89.93	公路经营
19	深圳光明深高速环境科技有限公司	100.00	餐厨垃圾处理
20	深圳深高速商务有限公司	100.00	商务服务业
21	深圳高速公路集团数字科技有限公司	51.00	技术服务

注：深圳清龙高速公路有限公司（以下简称“清龙公司”）董事会由 7 名董事组成，在经营事项上董事会会议做出表决须经全体董事半数以上通过方为有效，公司有权提名 5 名董事，实质上对清龙公司实施控制，将其纳入合并范围。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	48.52	59.28	44.97	64.42
资产总额 (亿元)	456.58	551.45	606.13	716.14
所有者权益 (亿元)	210.48	262.79	277.72	298.81
短期债务 (亿元)	10.01	74.04	69.98	122.75
长期债务 (亿元)	160.43	126.43	161.70	204.24
全部债务 (亿元)	170.44	200.47	231.68	326.99
营业收入 (亿元)	63.90	80.27	108.72	17.73
利润总额 (亿元)	25.41	27.09	31.78	5.30
EBITDA (亿元)	47.23	51.94	63.66	--
经营性净现金流 (亿元)	16.95	11.01	39.42	6.11
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	13.12	8.12	9.63	--
存货周转次数 (次)	5.46	6.27	6.21	--
总资产周转次数 (次)	0.15	0.16	0.19	--
现金收入比 (%)	87.91	65.09	72.78	89.13
营业利润率 (%)	43.03	34.20	34.15	36.63
总资本收益率 (%)	8.47	6.33	7.07	--
净资产收益率 (%)	12.39	8.51	9.74	--
长期债务资本化比率 (%)	43.25	32.48	36.80	40.60
全部债务资本化比率 (%)	44.74	43.27	45.48	52.25
资产负债率 (%)	53.90	52.35	54.18	58.27
流动比率 (%)	117.35	71.83	71.51	64.74
速动比率 (%)	106.50	65.13	60.77	56.67
经营现金流动负债比 (%)	25.39	7.84	31.62	--
现金短期债务比 (倍)	4.85	0.80	0.64	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.28	5.55	6.88	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.61	3.86	3.64	--

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. 由于深圳深高速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 2019 年数据进行追溯调整, 本报告数据采用追溯调整后财务数据; 3. 本报告将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算, 将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算; 4. 公司 2022 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化  
资料来源: 联合资信根据公司年报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.72	13.66	13.19	15.64
资产总额 (亿元)	275.73	367.87	419.22	410.38
所有者权益 (亿元)	145.41	180.28	197.64	186.38
短期债务 (亿元)	1.55	60.19	42.61	33.72
长期债务 (亿元)	103.40	104.19	133.91	147.44
全部债务 (亿元)	104.95	164.38	176.52	181.16
营业收入 (亿元)	8.47	7.49	18.10	2.63
利润总额 (亿元)	14.02	10.04	17.20	0.96
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.24	2.90	29.41	1.25
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	45.20	41.23	74.66	--
存货周转次数 (次)	232.62	272.79	723.57	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.05	--
现金收入比 (%)	94.22	54.99	87.54	103.79
营业利润率 (%)	63.34	62.24	40.93	54.78
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	9.36	5.28	8.71	--
长期债务资本化比率 (%)	41.56	36.63	40.39	44.17
全部债务资本化比率 (%)	41.92	47.69	47.18	49.29
资产负债率 (%)	47.26	50.99	52.86	54.58
流动比率 (%)	108.45	42.36	45.75	64.46
速动比率 (%)	108.42	42.34	45.73	64.43
经营现金流动负债比 (%)	-1.02	3.66	35.99	--
现金短期债务比 (倍)	8.83	0.23	0.31	0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告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; 2. “/”表示相关数据未获取; 3. 公司 2022 年一

季度数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 联合资信根据公司年报整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持