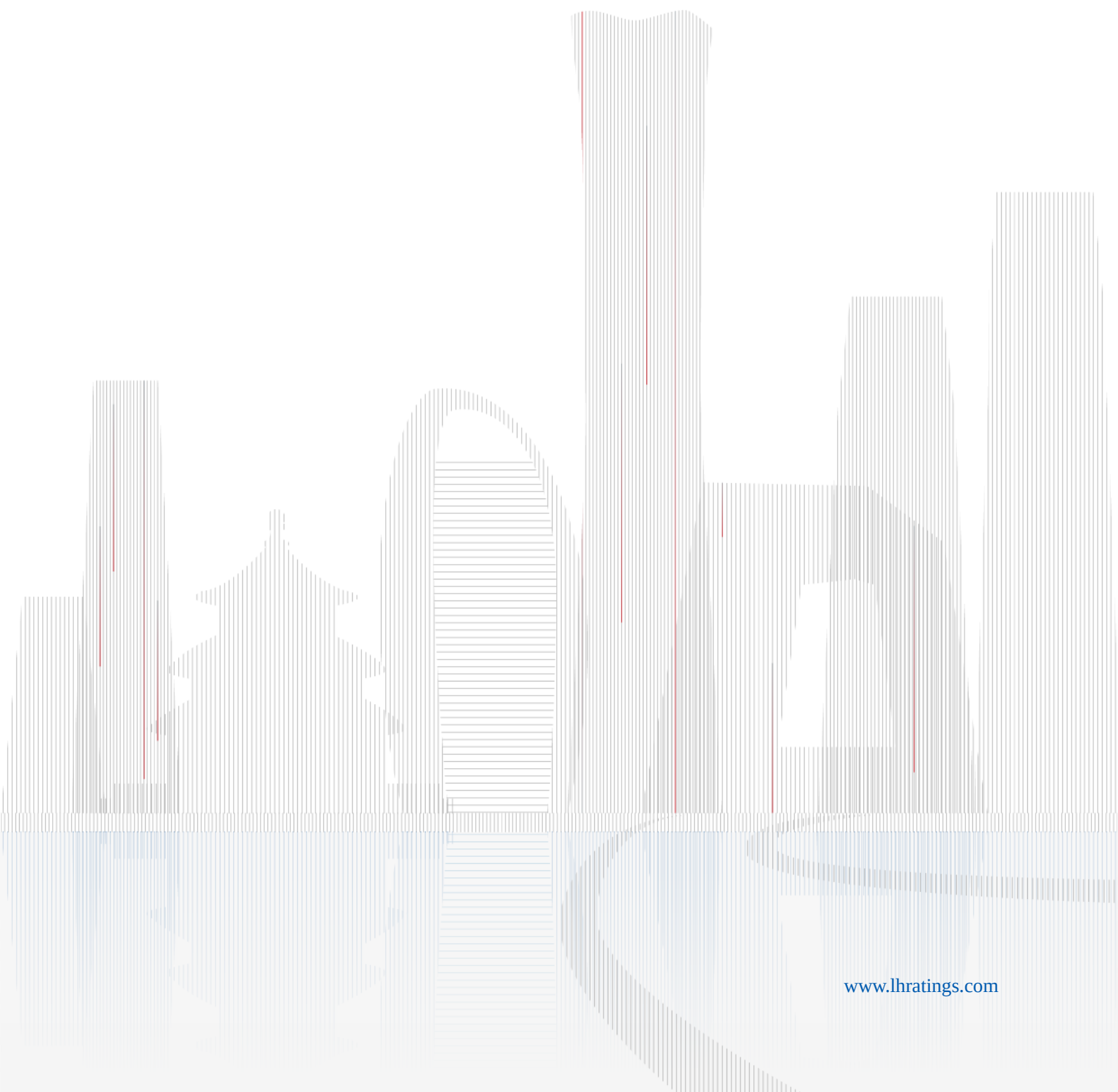


深圳高速公路集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕2167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，维持“21 深高 01”“22 深高 01”“23 深圳高速 MTN001”“23 深圳高速 MTN002”“24 深高 01”“24 深高 02”“24 深高 03”“25 深高 Y1”和“25 深高 Y2”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：

二〇二五年五月九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告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。

四、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。

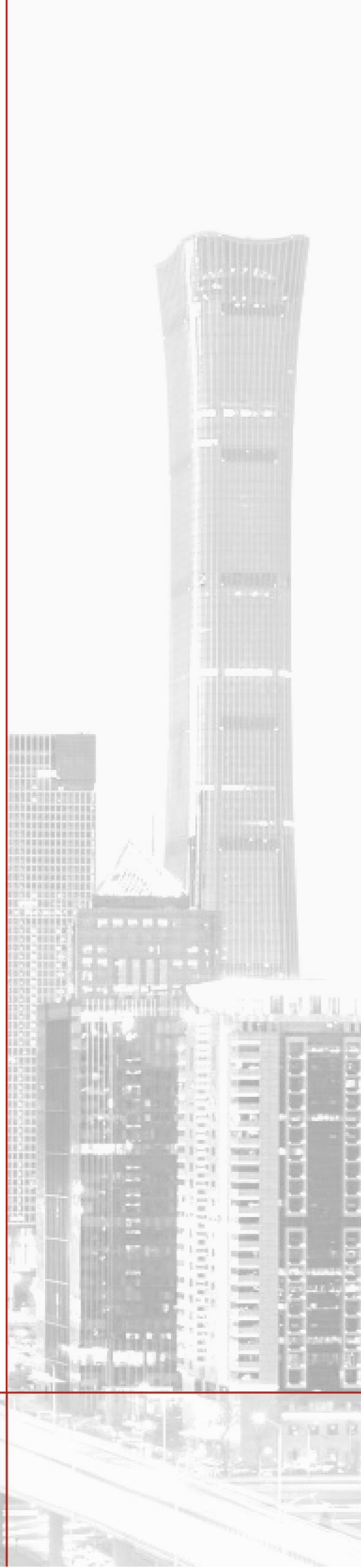
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

九、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。



深圳高速公路集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
深圳高速公路集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/09
21 深高 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 深高 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 深圳高速 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 深圳高速 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 深高 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 深高 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 深高 03	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 深高 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 深高 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	

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，以高速公路运营和大环保业务为双主业。深圳市经济发达，财政实力很强，公司外部发展环境良好。跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理团队稳定。公司经营和投资的收费公路单公里收益处于行业的高水平，路产质量高。公司开展或参与公路等基础设施项目的建设和运维管理业务，新建、改扩建高速项目存在一定资金支出压力，同时拓展与公路主业联动的土地综合开发、城市更新等业务。公司大环保业务主要包括固废资源化处理及清洁能源发电，投资和经营的风力发电项目均为建成并网项目，电力消纳较有保障；存量有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模持续提升；同时公司逐步收缩、终止部分亏损业务。2025 年 3 月，公司向特定对象发行 A 股股票 3.57 亿股，募集资金净额 46.79 亿元，主要用于深圳外环高速公路深圳段项目建设和偿还有息债务，一定程度上可以提高公司资本实力、缓解新建高速项目资金支出压力。跟踪期内，公司财务数据整体变动不大，资产以参控股高速公路特许经营权为主，资产质量较高，盈利能力较强，但公司 2024 年投资收益随参股地产项目商品房交付数量减少而减少、资产减值和信用减值计提规模有所增加，综合导致 2024 年利润总额有所下滑。公司债务负担适中，短期债务占比有所下降，短期偿债指标表现有待提升，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在政府补助等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着深圳市经济持续发展，公司外环高速三期、机荷高速改扩建项目全面开工，固废资源化处理及清洁能源发电业务不断发展，公司有望保持稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业政策变化等不可预见性因素对公司产生重大不利影响；公司融资渠道受阻，偿债能力大幅下降。

优势

- **公司定位高，盈利能力较强。**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，以高速公路运营和大环保业务为双主业，盈利能力较强，融资渠道畅通。
- **路产质量高。**公司经营和投资的收费公路单公里收益处于行业的高水平，路产质量高。

- **大环保业务持续发展。**公司大环保业务聚焦清洁能源发电和固废资源化处理，投资和经营的风力发电项目均为建成并网项目，电力消纳较有保障；存量有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模持续提升。
- **持续获得外部支持。**2024 年和 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 2345.80 万元和 608.26 万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至 2024 年末，公司递延收益 2.97 亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；公司长期应收款中电费补贴收入 14.05 亿元。

关注

- **部分高速公路剩余收费年限较短。**公司 5 条控股、3 条参股高速公路收费权将于 2027 年到期，上述路产剩余收费年限较短且面临维护成本上升风险，其中部分路产计划通过改扩建延长经营期、部分路产暂无改扩建计划，公司未来收入规模和现金流情况有待关注。
- **存在一定的资金支出压力。**截至 2024 年末，公司主要新建、改扩建高速项目中，公司出资部分计划总投资 351.77 亿元，已完成投资 109.46 亿元，尚需投资 242.31 亿元，存在一定资金支出压力。
- **债务结构有待优化。**截至 2024 年末，公司短期债务占 27.61%，现金短期债务比 0.33 倍，债务结构有待优化。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信评估股份有限公司最新披露评级技术文件。

主要财务数据

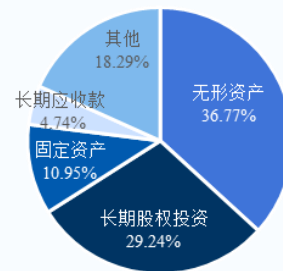
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	47.52	26.22	30.40	83.07
资产总额（亿元）	692.01	675.07	675.58	731.50
所有者权益（亿元）	273.61	279.99	272.02	323.90
短期债务（亿元）	181.55	152.48	92.03	80.05
长期债务（亿元）	155.94	168.79	241.22	271.86
全部债务（亿元）	337.49	321.27	333.25	351.91
营业总收入（亿元）	93.73	92.95	92.46	17.72
利润总额（亿元）	24.85	29.16	17.58	6.21
EBITDA（亿元）	59.46	65.08	51.29	--
经营性净现金流（亿元）	33.69	40.95	37.17	9.81
营业利润率（%）	31.78	35.55	30.97	36.94
净资产收益率（%）	7.14	8.52	4.48	--
资产负债率（%）	60.46	58.53	59.74	55.72
全部债务资本化比率（%）	55.23	53.43	55.06	52.07
流动比率（%）	40.00	35.06	53.92	108.66
经营现金流动负债比（%）	14.50	20.65	26.22	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.17	0.33	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	5.24	4.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.68	4.94	6.50	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	384.80	378.40	473.55	529.43
所有者权益（亿元）	186.25	204.98	206.26	254.28
全部债务（亿元）	136.80	119.37	207.06	224.07
营业总收入（亿元）	16.44	17.72	21.72	3.35
利润总额（亿元）	14.98	31.38	15.34	1.44
资产负债率（%）	51.60	45.83	56.44	51.97
全部债务资本化比率（%）	42.35	36.80	50.10	46.84
流动比率（%）	44.29	55.89	50.02	124.79
经营现金流动负债比（%）	15.34	8.78	7.14	--

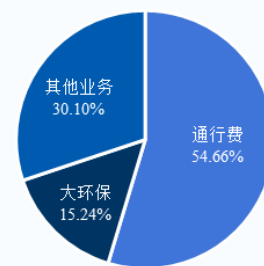
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

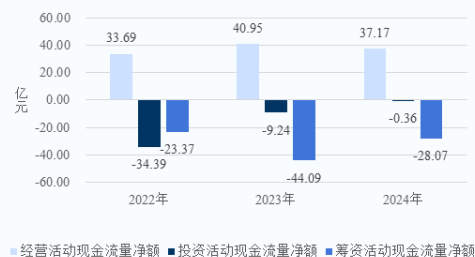
2024 年末公司资产构成



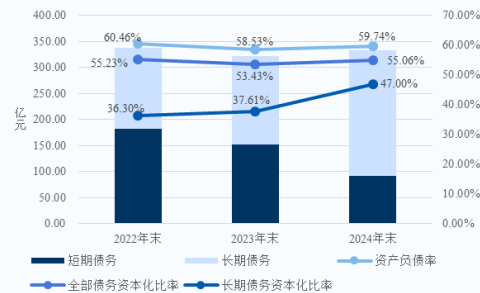
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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（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

公司于 1996 年 12 月注册成立，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。2025 年 3 月，公司向特定对象发行 A 股股票 3.57 亿股。截至 2025 年 3 月末，公司总股本 25.38 亿股，其中 A 股 17.90 亿股、H 股 7.48 亿股，深圳国际控股有限公司（以下简称“深国际”）间接持有公司 47.30% 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。

公司主营业务为收费公路及大环保业务的投资、建设和经营管理，按照联合资信行业分类标准划分为收费公路行业。

截至 2024 年末，公司本部设 5 个专业委员会（战略委员会、风险管理委员会、提名委员会、薪酬委员会和审核委员会），设财务部、企业管理部、战略与投资发展部、风险管理与法务部等职能部门；共拥有子公司 104 家，员工 7254 人。

截至 2024 年末，公司合并资产总额 675.58 亿元，所有者权益 272.02 亿元（含少数股东权益 52.98 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 92.46 亿元，利润总额 17.58 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 731.50 亿元，所有者权益 323.90 亿元（含少数股东权益 53.34 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.72 亿元，利润总额 6.21 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市龙华区福城街道福民收费站；法定代表人：徐恩利。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 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，“21 深高 01”“22 深高 01”“23 深圳高速 MTN001”“23 深圳高速 MTN002”在付息日正常付息，“24 深高 01”“24 深高 02”“24 深高 03”“25 深高 Y1”“25 深高 Y2”尚未到首个付息日。

图表 1 • 截至 2025 年 4 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 深高 01	10.00	10.00	2021/07/27	5 年
22 深高 01	15.00	15.00	2022/01/20	7（5+2）年
23 深圳高速 MTN001	10.00	10.00	2023/05/24	3 年
23 深圳高速 MTN002	10.00	10.00	2023/09/06	5 年
24 深高 01	5.50	5.50	2024/05/27	3 年
24 深高 02	9.50	9.50	2024/05/27	10 年
24 深高 03	10.00	10.00	2024/12/02	5 年
25 深高 Y1	10.00	10.00	2025/04/16	3+N 年
25 深高 Y2	10.00	10.00	2025/04/16	5+N 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

截至 2025 年 4 月末，公司存续永续债为 25 深高 Y1 和 25 深高 Y2，上述债券设置了公司续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权等条款。在公司发生破产清算时，上述债项的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还普通债务，优先于公司普通股股东，债券持有人可能面临回收损失。

四、宏观经济与政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年年报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

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。2023 年以来，随着经济形势的好转公众出行意愿显著增强，公路旅客运输量大幅提升，货物运输量亦有所增长，公路运输仍为交通运输体系中的主导运输方式。作为重资产行业，高速公路建设投资规模持续增长，但存在回收周期长、收支缺口巨大等问题。为落实交通强国建设总体要求，国家相关部门颁布一系列政策，以支持公路交通领域投资，并为收费公路存量债务接续和化解存量债务风险提供相应保障。长期来看，随着外部环境的好转以及国家高速路网的不断完善，高速公路行业仍有较大投资空间，行业发展前景良好。完整版详见[《2024 年收费公路行业分析》](#)。

2 区域环境分析

深圳市经济发达，财政实力很强，是我国重要的出口贸易港，发展规划中保持一定的高速公路投资规模，公司外部发展环境良好。

根据 2022—2023 年《深圳市国民经济和社会发展统计公报》和 2024 年《深圳经济运行情况》，2022—2024 年深圳市地区生产总值（GDP）分别为 32387.68 亿元、34606.40 亿元和 36801.87 亿元。2024 年深圳市 GDP 居全国城市第 3 位，同比增长 5.8%；固定资产投资额同比增长 2.4%；社会消费品零售总额 10637.70 亿元，同比增长 1.1%；进出口总额 45048.24 亿元，同比增长 16.4%，是我国重要的出口贸易港。

根据《深圳市 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2023 年末，深圳市公路通车里程 721 公里，其中高速公路里程 392 公里，深圳市民用汽车保有量 410.27 万辆。2023 年，深圳市货物运输周转量 2451.66 亿吨公里，其中公路 495.26 亿吨公里；旅客运输周转量 983.82 亿人公里，其中公路 27.63 亿人公里。

根据 2022—2023 年《深圳市决算报告》和《关于深圳市 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》，2022—2024 年深圳市一般公共预算收入分别为 4012.4 亿元、4112.9 亿元和 3914.2 亿元，一般公共预算支出分别为 4997.4 亿元、5012.4 亿元和 4700.9 亿元，财政自给率分别为 80.29%、82.05%和 83.26%。2024 年深圳市一般公共预算收入为 3914.2 亿元，居内地城市第 3 位，其中税收收入 3265.1 亿元，税收收入占比为 83.42%，收入质量高。

根据《深圳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，深圳市将提升城市功能品质和综合承载力，打造国际性综合交通枢纽。其中规划的重大高速公路工程包括加快推进深汕第二高速建设、推进机荷等高速公路立体复合改扩建及自由流收费体系建设等。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变动；2025 年 3 月公司向特定对象发行 A 股股票后，控股股东深国际持有公司股份由 51.56%下降至 47.30%。企业规模和竞争力方面，公司仍为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，以高速公路运营和大环保业务为双主业。公司路产质量高，所投资或经营的高速公路里程数按权益比例折算约 613 公里¹，路产单公里收益处于行业的高水平；以固废资源化处理及清洁能源发电为主的环保业务持续发展。公司整体资产质量较高，盈利能力较强，在项目资源、融资渠道等方面具有优势。公司本部过往债务履约情况良好²。

（二）管理水平

公司依法建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全。跟踪期内，公司有部分董事、监事、高管成员因年届退休、工作变动等辞任，亦有新委任的成员，上述人员变更系正常人事变动，对公司经营发展无重大不利影响。公司主要管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

截至 2025 年 3 月末，公司董事会成员共 10 人，其中 4 位执行董事，2 位非执行董事（较章程约定缺位 2 位），4 位独立董事。公司董事会、专门委员会议事事项已披露，所有董事的董事会参会情况、在专门委员会任职及参会情况已披露，各位独立董事年度述职报告已披露；因此，虽然公司董事存在缺位情况，但对董事会运行无重大不利影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司仍以收费公路运营和大环保业务为双主业，收入规模和毛利率水平有所波动。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
通行费	49.78	53.12	43.75	53.75	57.82	50.38	50.53	54.66	48.27
大环保	17.57	18.75	26.65	16.18	17.41	22.42	14.09	15.24	13.19
其他	26.37	28.14	14.12	23.02	24.77	11.95	27.83	30.10	10.63
合计	93.73	100.00	32.21	92.95	100.00	36.00	92.46	100.00	31.60

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（1）收费公路业务

公司经营和投资的收费公路车流量较稳定，路产单公里收益处于行业的高水平，路产质量高。部分路产剩余收费年限较短且面临维护成本上升风险，公司未来收入规模和现金流情况有待关注。

截至 2025 年 3 月末，公司控股及参股的高速公路项目共 16 个，所投资或经营的高速公路里程数按权益比例折算约 613 公里，全部为经营性高速公路。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，还通过股权并购向湖南省和江苏省拓展。路产变动方面，2024 年 3 月，公司以益常高速收费公路权益及其附属设施作为底层基础设施项目申报发售公募基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)并持有该 REITs 40.00%份额，因此公司对益常高速权益由 100.00%变更为通过 REITs 间接持有 40.00%。

¹ 折算方式为控股路产收费里程+参股路产参股比例*收费里程

² 根据中国人民银行《企业信用报告（自助查询版）》（统一社会信用代码：91440300279302515E），截至 2025 年 5 月 8 日，公司本部无已结清或未结清的关注/不良信贷信息，过往履约情况良好。根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2025 年 5 月 8 日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及重大被行政处罚等行为。

从路产到期日看，公司有 5 条控股、3 条参股高速公路收费权将于 2027 年到期，上述路产剩余收费年限较短且面临维护成本上升风险，其中部分路产计划通过改扩建延长经营期、部分路产暂无改扩建计划，公司未来收入规模和现金流情况有待关注。

图表 3 • 截至 2025 年 3 月末公司控股及参股高速公路收费公路情况

序号	项目	权益比例 (%)	持股情况	位置	收费里程 (公里)	车道数量 (条)	状况	收费到期日 (年、月)
1	梅观高速	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
2	机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
3	机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
4	水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.03
5	水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.03
6	沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	营运	2038.11
7	外环项目	100.00	控股	深圳	76.80	6	一期、二期营运 三期在建	2045.12 (尚未得到最终批准)
8	龙大高速	89.93	控股	深圳	4.43	6	营运	2027.10
9	阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	8	营运	2027.07
10	广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
11	清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.06
12	益常高速	40.00	参股	湖南	78.30	4	营运	2034.03
13	长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2030.01
14	南京三桥	35.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10
15	西线高速	50.00	参股	广州、佛山、中山	98.00	6	营运	2038.01
16	广深高速	45.00	参股	深圳、东莞、广州	122.80	6	营运	2027.06

注：1. 公司对水官高速持股50.00%，水官高速项目公司董事会由7名董事组成，公司有权提名其中5名董事，占董事会席位超过半数，对水官高速形成实际控制，因此水官高速为公司控股路产；2. 公司对西线高速持股50.00%，西线高速项目公司约定主要决策需要所有合营伙伴的一致同意后实施，各股东方对该公司实施共同控制，因此西线高速为公司参股路产。

资料来源：公司年报及公司提供

2024 年，受公司公路项目所在地区的不利天气、实施节假日小型客车免费通行的天数较上年同期增加，以及益常高速自 2024 年 3 月开始不再纳入合并范围等综合因素影响，公司通行费收入同比有所下降。此外，具体收费公路项目的营运表现还受到行业政策、周边竞争性或协同性路网变化、项目自身的建设或维修、相连或平行道路整修、实施城市交通组织方案等因素以及其他运输方式的正面或负面的影响。2024 年，公司控股路产单公里收益保持上升，为 1149.98 万元，路产质量高。

图表 4 • 公司控股及参股高速公路运营情况

序号	项目	日均通行费收入 (千元)				日均混合车流量 (千量次)			
		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
1	梅观高速	373	427	431	411	138	164	165	158
2	机荷东段	1733	1861	1830	1817	283	318	309	308
3	机荷西段	1284	1498	1495	1492	187	218	223	225
4	水官高速	1566	1742	1729	1641	238	269	263	251
5	水官延长段	189	214	191	168	55	64	59	52
6	沿江项目	1318	1724	2012	2010	141	189	205	205
7	外环项目	2616	3270	3196	2965	242	307	310	294
8	龙大高速	361	427	434	401	140	165	168	158
9	清连高速	1686	1862	1729	2068	44	51	48	57
10	广深高速	6186	7924	7883	7409	527	632	632	608
11	西线高速	2862	3572	3466	3024	222	270	268	257
12	阳茂高速	1682	2064	2089	2345	44	55	56	63

13	广州西二环	1110	1366	1395	1288	73	91	96	88
14	长沙环路	651	730	717	684	83	96	96	92
15	南京三桥	1250	1510	1435	1465	29	39	36	40
16	益常高速	1060	1184	1063	1011	55	61	55	51
17	武黄高速	1053	--	--	--	63	--	--	--

注：1. 通行费收入为不含税收入；2. 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；3. 沿江项目自2021年1月1日至2024年12月31日通行的货车按照收费标准的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”，自2025年起沿江项目货车运输按正常收费标准收费；4. 武黄高速的特许经营期已于2022年12月10日24时到期终止。

资料来源：公司年报及2025年一季报

（2）大环保业务

公司大环保业务主要包括固废资源化处理及清洁能源发电，其中清洁能源以风力发电为主，跟踪期内，受风力资源下降及弃风率上升等因素影响，公司实现风力发电收入规模和毛利率水平下降；有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，且随着餐饮消费市场回暖、餐厨垃圾量上升，公司实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模提升，但受油脂销售价格下降、部分项目达产率较低、前期成本费用偏高等因素综合影响，业务毛利率有所下滑；同时公司逐步收缩、终止部分亏损业务。

图表 5 • 公司大环保业务收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
与风机设备销售相关	1.16	6.62	7.28	0.01	0.03	-2485.56	0.00	0.00	--
清洁能源发电	6.92	39.36	61.05	6.52	40.31	57.72	5.49	38.97	44.41
餐厨垃圾处理项目建造	0.57	3.23	-33.27	0.64	3.94	-72.09	-0.18	-1.27	275.68
餐厨垃圾处理项目运营	4.75	27.01	11.47	6.29	38.86	7.40	6.94	49.24	7.34
餐厨垃圾处理设备销售	0.23	1.31	-64.99	0.23	1.43	24.53	0.08	0.54	-130.52
其他	3.95	22.47	4.30	2.50	15.43	-2.71	1.76	12.52	-28.23
大环保业务小计	17.57	100.00	26.65	16.18	100.00	22.42	14.09	100.00	13.19

注：1. 2024年，餐厨垃圾处理项目建造收入存在冲减导致其为负；2. 其他包括拆车及电池综合利用等。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

① 清洁能源发电

截至 2025 年 3 月末，公司投资和经营的清洁能源发电项目 7 个，按权益比例折算的累计装机容量为 668 兆瓦，相关电场均为已建成并网项目，所在地风资源较为丰富，电力消纳较有保障。2024 年，受所在地风资源下降及弃风率上升等因素影响，公司实现风力发电收入规模和毛利率水平有所下降。电价补贴方面，截至 2024 年末公司累计尚未收到的电费补贴为 14.05 亿元，体现在“长期应收款”中。

图表 6 • 公司清洁能源发电项目主要营运数据

项目	公司控股比例	收入合并比例	装机容量 (兆瓦 MW)	上网电量 (亿瓦时 GWh)				发电业务收入 (亿元)			
				2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
包头南风	100%	100%	247.50	74.80	78.32	58.76	17.87	2.54	2.46	1.83	0.53
新疆木垒	100%	100%	299.00	73.47	65.12	64.82	10.71	3.45	3.00	2.97	0.49
永城助能	100%	100%	32.00	7.95	8.32	7.13	1.77	0.42	0.41	0.24	0.05
中卫甘塘	100%	100%	49.50	10.50	12.11	10.83	2.46	0.51	0.65	0.27	0.05
樟树高传	100%	100%	20.00	--	--	5.18	1.30	--	--	0.19	0.04
淮安中恒	20%	--	99.40	21.68	22.26	19.47	6.64	1.06	1.06	0.90	0.32
晟能乾泰	100%	100%	3.40	--	--	0.17	0.06	--	--	0.01	0.004

注：1. 上网电量为按电网结算周期核算的数据，风力发电业务收入中包含按上网电量计算的电价补贴收入；2. 樟树高传项目于2023年12月起纳入公司合并报表范围，上表数据仅列示2024年数据；3. 晟能乾泰为公司自主开发的分布式光伏试点项目，于2024年7月并网发电进入试运营阶段；4. 上表发电业务收入中含有少量风机运维收入，列报在大环保—其他收入中。

资料来源：公司年报及2025年一季报

② 固废资源化处理

截至 2024 年末，公司有机垃圾设计处理规模超过 6700 吨/日，其中已进入商业运营有机垃圾处理项目 17 个（设计总规模 5206.5 吨/日），经营模式主要为 BOT 等特许经营方式，为政府客户提供有机固废和生活垃圾（包括餐饮垃圾、厨余垃圾、园林垃圾等）无害化处理，并将处理后的资源化产品销售给下游客户。2024 年，随着餐饮消费市场回暖，市场餐厨垃圾量上升，以及公司在建有机垃圾处理项目的推进和完工项目陆续转入商业运营，公司实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模有所提升，但受油脂销售价格下降、部分项目垃圾收运量不足导致达产率较低、项目前期成本费用偏高等因素综合影响，业务毛利率有所下滑。

其中，公司子公司深高蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”）主营业务原包括有机垃圾处理项目的投资运营、环保工程 EPC 以及设备制造销售等。2023 年以来，公司对蓝德环保业务结构进行了调整，明确了以运营业务为主的经营策略，逐步收缩、终止亏损严重的 EPC 工程及装备制造业务。

图表 7 • 公司有机垃圾处理项目主要营运数据

项目	主要业务区域	公司控股比例	收入合并比例	有机垃圾处理量（万吨）				运营收入（亿元）			
				2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
蓝德环保	全国多地	按项目 51~100%不等	100%	84.4	109.06	107.43	23.46	3.90	4.76	4.83	1.16
利赛环保	广东省深圳市	70%	100%	15.8	29.23	20.47	3.83	0.83	1.50	1.36	0.27
邵阳项目	湖南省邵阳市	100%	100%	--	3.71	4.29	0.92	--	0.26	0.38	0.09
光明环境园	广东省深圳市	100%	100%	--	--	7.91	3.52	--	--	0.44	0.22

注：1. 利赛环保项目于2022年4月20日完成股权转让，上表有机垃圾处理量数据为全年数据，运营收入数据为其纳入公司合并范围后数据；2. 上表中运营收入包括按垃圾处理量计算的预计补贴收入

资料来源：公司年报及2025年一季报

③ 拆车及电池综合利用

公司子公司深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司（以下简称“深汕乾泰”）具备报废机动车回收拆解资质，可提供燃油车报废回收处置服务和新能源汽车及退役动力电池一体化资源综合利用服务。2024 年，该业务收入规模下降，毛利率亏损情况进一步加大，在动力电池回收及销售业务方面，主要受锂电材料价格持续下跌、动力电池市场需求增速放缓影响；在报废车业务方面，主要受报废车回收成本持续上涨，且废金属市场价格下降叠加动力电池价格下跌影响。

④ 风机设备销售

南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）原主要负责研发、生产和销售风力发电机组，以及风电发电项目的投资运营。近几年南京风电业务开展不及预期，公司风机制造销售业务停顿，陆续对相关账面价值计提减值准备³。现阶段南京风电主要以资产盘活和资金回笼为工作重点，同时调整业务结构，聚焦风电场运维服务。

（3）委托管理及其他基础设施开发

公司依托在公路建设和运营相关领域积累的专业技能和经验，持续开展或参与公路等基础设施项目的建设和运维管理业务，同时拓展与公路主业联动的土地综合开发、高速公路沿线土地规划调整带来的城市更新等业务。新建、改扩建高速项目中，公司出资部分尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

图表 8 • 公司其他业务收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
委托建设与管理服务	8.88	33.67	22.24	5.09	22.11	26.55	4.44	15.95	8.68
特许经营安排下的建造服务	12.56	47.64	0.00	13.47	58.50	0.00	19.64	70.56	8.72
融资租赁	0.94	3.58	62.44	0.95	4.14	58.09	0.69	2.46	25.63
房地产开发	1.65	6.25	27.37	0.90	3.90	28.85	0.29	1.05	26.82

³ 2019 年公司以 5.10 亿元的价格通过股权受让和增资方式控股收购南京风电 51.00%股权。2019—2024 年，公司取得与风机设备销售相关收入共计约 21.89 亿元。近几年南京风电业务开展不及预期，其累计计提减值准备、坏账准备金额 5.79 亿元。南京风电原股东方以所持股权对业绩承诺进行补偿，截至 2024 年末，公司已取得南京风电 100.00%股权。

广告	0.21	0.81	31.24	0.09	0.39	21.44	0.03	0.12	-38.98
其他	2.12	8.06	30.26	2.52	10.96	22.55	2.74	9.85	22.64
其他业务小计	26.37	100.00	14.12	23.02	100.00	11.95	27.83	100.00	10.63

资料来源：联合资信根据公司年报整理

① 委托建设与管理服务

公司依托在公路建设和运营相关领域积累的专业技能和经验，持续开展或参与公路等基础设施项目的建设和运维管理业务，同时拓展与公路主业联动的土地综合开发、高速公路沿线土地规划调整带来的城市更新等业务。2024 年，公司委托建设与管理服务收入有所下降，主要系龙里河大桥项目、比孟安置小区项目陆续完工，确认的委托建设与管理收入减少所致。截至 2024 年末，公司主要在建项目见下表，其中公司出资部分计划总投资 351.77 亿元，已完成投资 109.46 亿元，存在一定资金支出压力。

图表 9 • 截至 2024 年末公司项目建设情况

项目名称	建设模式	资金筹措方案	总投资金额（亿元）	已完成投资金额（亿元）
货运组织调整项目	代建	委托方出资	14.74	12.44
深汕环境园项目	代建	委托方出资	57.63	26.66
外环项目（一期和二期）	代建+自建	委托方出资	132.97	112.63
		公司出资	65.00	65.00
外环项目三期	自建	公司出资	84.47	10.12
沿江项目二期	自建	公司出资	10.00	9.86
		深圳市财务委员拨付	51.90	41.39
机荷改扩建	自建	公司出资	192.30	24.48
合计	--	--	609.01	302.58

注：机荷改扩建项目投资情况仅列示公司自建出资情况
资料来源：公司提供

外环项目（外环高速公路深圳段）全长约 77 公里，分三期建设。其中，一期和二期由公司 and 政府出资代表共建，已通车运营，公司享有 100.00% 权益，入账价值为公司出资部分。三期为公司自建项目，全长约 16.8 公里，2024 年全线开工建设，截至 2024 年末外环项目三期完成约 14.3% 工程形象进度。

沿江项目分两期建设。沿江一期为沿江高速主线，已通车运营；沿江二期包括国际会展中心互通立交和深中通道深圳侧接线两部分，于 2024 年 6 月全线贯通。

机荷高速改扩建项目采用立体复合通道模式，建设工程将分地面层和立体层，均采用双向 8 车道高速公路标准，全长约 41.4 公里。截至 2024 年末，机荷高速改扩建项目主体工程已全面开工建设，已完成约 11.4% 工程形象进度，相关投入主要计入无形资产。

此外，公司参股的广深高速的项目公司计划对其部分路段（预计 118.2 公里）进行扩建，其中广州—东莞段已开工，该路线全长约 71.13 公里，主要采用整体式双向十车道为主的扩建方式，预计总投资约 281 亿元，为满足资金需求，各股东共同签署增资协议，其中公司子公司按持股比例认缴注册资本金 32.85 亿元（或等值外币）。截至 2024 年末该路段已完成约 3.39% 工程形象进度，认缴增资部分尚未实际出资。

② 特许经营安排下的建造服务

公司以总额法按进度确认特许经营安排下的建造服务收入，2024 年确认收入的项目主要为餐厨垃圾处理、沿江二期、机荷改扩建及光明环境园等项目。因项目工程量增加，公司按进度确认的建造服务收入规模增加；部分项目工程进度达到确认利润的条件，公司采用成本加成法确定相应建造服务利润。

③ 土地项目开发与管理

公司土地项目开发与管理主要项目为贵龙区域开发项目、梅林关更新项目和新塘项目。

公司贵龙区域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。贵深公司对贵州省黔南州龙里县 1075 亩土地自主进行二级开发，项目位于贵龙经济带，名为“悠山美墅”。截至 2024 年末，悠山美墅一期及二期 A 组团推出的住宅已全部交付使用并回款，二期 B 组团的商业配套物业去化率约 85%，三期 A 组团的住宅去化率约 99%，三期 B 组团的商业配套物业正在建设中，三期 C 组团已完工，其中商业配套物业已全部销售，洋房去化率约 27%。2024 年，公司房地产开发收入规

模下降主要系悠山美墅当年交房数量减少所致。截至 2024 年末，该项目计划总投资约 29 亿元，已完成投资 18.17 亿元，已销售 23.55 亿元，已确认收入 22.51 亿元。

公司和万科企业股份有限公司共同投资深圳市深国际联合置地有限公司⁴(以下简称“联合置地”)，公司持股比例为 34.30%。联合置地主要业务为梅林关更新项目的投资、开发和经营，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，分三期进行建设。截至 2024 年末，项目一期和风轩、二期和雅轩及三期和颂轩的住宅已全部销售完毕；和颂轩还设有约 19 万平方米的办公、商业及商务公寓综合建筑，均已完工，其中商务公寓去化率约为 41%，商业以自持运营为主，少量对外销售；办公物业除已向原回迁业主交付的部分外，其余部分已启动对外销售。2024 年，公司参股联合置地为公司带来投资收益为 0.85 亿元。

公司间接持有新塘项目 15.00%股权。新塘项目位于广深高速沿线，系对广州市增城区新塘镇的一处约 19.6 万平方米交通用地进行综合开发，规划计容建筑面积约 60 万平米，项目的住宅与配套设施建设工程计划分三期进行。截至 2024 年末，新塘项目一期工程已完工，正在进行验收交付工作；二期工程尚在建设中。

2 未来发展

公司将巩固和提升收费公路产业优势，积极推动智慧交通的研究及运用，提升大环保产业发展质量。

未来，公司将顺应国家宏观战略布局，坚持市场化导向和创新驱动，巩固和提升收费公路产业优势，积极推动智慧交通的研究及运用，提升大环保产业发展质量。具体看，收费公路方面，公司将推动机荷高速改扩建、外环三期等重大项目的建设进度，关注优质项目投资并购机会；顺应信息技术的发展趋势，推动收费公路数字化转型，探索智慧交通，持续降低运营管理成本，提高通行效率；通过优化资源配置、提升运营效率、拓展产业链价值，来应对投资回报率波动、新建项目成本偏高、培育期加长等挑战，提升收费公路主业的长远发展能力。大环保方面，进入大环保产业是公司为实现可持续发展做出的战略选择，近几年逐步聚焦固废资源化处理和清洁能源发电行业，公司将进一步做好管理整合和专业人才队伍的建设，把握投资节奏，加强存量项目的提质增效，在审慎研究及甄别的基础上开拓优质项目，提升大环保板块业务运营质量与盈利能力。

(四) 财务方面

德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2024 年财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2025 年一季度财务报表未经审计。公司编制的财务报表符合企业会计准则的要求。公司会计政策执行新会计准则解释，采用追溯调整法进行会计处理；公司根据实际情况调整部分高速项目经营期内的预测车流量结果，调整相关高速项目的单位摊销额的会计估计；根据实际情况调整部分投资的收费公路养护及路面重铺的预计负债，上述调整对合并报表影响规模均不大。2024 年及 2025 年 1—3 月，公司合并范围内变动的子公司规模不大。整体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司财务数据整体变动不大，资产仍以参控股高速公路特许经营权为主，资产质量仍较高，盈利能力较强。2025 年 3 月公司 A 股定增，募集资金净额 46.79 亿元，主要用于深圳外环高速公路深圳段项目建设和偿还有息债务。公司债务负担适中，短期债务占比有所下降。

图表 10 • 公司主要资产情况

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	92.97	13.43	69.52	10.30	76.44	11.31	129.21	17.66
货币资金	36.36	5.25	21.52	3.19	29.09	4.31	81.76	11.18
非流动资产	599.04	86.57	605.56	89.70	599.14	88.69	602.29	82.34
长期股权投资	177.49	25.65	187.16	27.72	197.55	29.24	200.20	27.37
固定资产	72.10	10.42	73.29	10.86	74.00	10.95	72.67	9.93
无形资产	268.48	38.80	268.09	39.71	248.44	36.77	245.30	33.53
资产总额	692.01	100.00	675.07	100.00	675.58	100.00	731.50	100.00

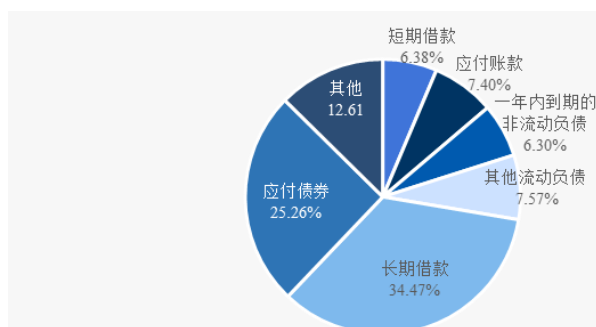
⁴ 根据中国执行信息公开网信息，截至 2025 年 5 月 8 日，联合置地存在三笔被执行信息，立案时间分别为 2025 年 2 月 13 日、2025 年 4 月 18 日和 2025 年 5 月 6 日，执行标的分别为 2017.67 万元、5.00 万元和 4.38 万元。

资料来源：联合资信根据财务数据整理

截至 2024 年末，公司货币资金主要为银行存款，货币资金中受限资金 2.38 亿元，占货币资金的 8.19%，为诉讼冻结款、工程管理专项账户、保证金。长期股权投资对象主要为参股高速项目、参股地产项目的合资公司和重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”），2024 年公司长期股权投资确认投资收益 8.51 亿元。固定资产主要由房屋及建筑物（占 41.67%）和机械设备（占 49.23%）构成；累计计提折旧 29.39 亿元，计提减值准备 0.43 亿元。无形资产主要为与收费公路相关的特许经营权（占 99.04%，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 151.26 亿元，计提减值准备 39.95 亿元；2024 年公司无形资产有所下降主要系益常高速用于公募 REITs 发行出表转入长期股权投资核算所致。受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产 156.26 亿元，占资产总额的 23.13%，其中货币资金 2.38 亿元、因借款质押受限的长期应收款 6.11 亿元、因借款质押受限的无形资产 147.76 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司资产总额较上年末增长 8.28%，主要系 A 股定增带动货币资金规模增长所致。

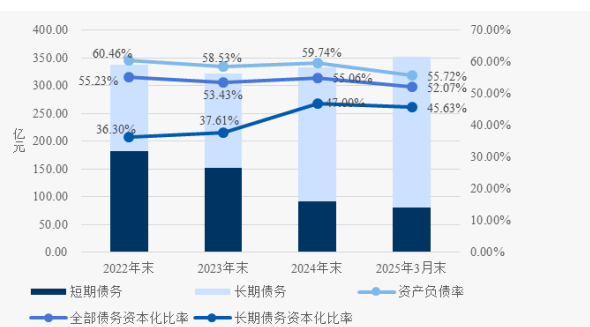
截至 2024 年末，公司所有者权益 272.02 亿元，主要由实收资本（占 8.02%）、其他权益工具（占 14.71%，为永续债，已于 2025 年 4 月赎回）、资本公积（占 16.15%）、盈余公积（占 12.89%）和未分配利润（占 31.57%）构成，所有者权益稳定性一般。2024 年公司所有者权益规模小幅下降主要系派发 2023 年应付现金股利 11.99 亿元引起未分配利润规模减少所致。2025 年 3 月，公司向特定对象发行 A 股股票 3.57 亿股，募集资金净额 46.79 亿元⁵，主要用于深圳外环高速公路深圳段项目建设和偿还有息债务；发行后实收资本增加 3.57 亿元至 25.38 亿元，资本公积增加 43.22 亿元至 87.14 亿元。

图表 11 • 截至 2024 年末公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 12 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司全部债务 333.25 亿元。从融资渠道看，不考虑应付票据和租赁负债的情况下，银行贷款约占 58.84%，债券约占 41.16%。从到期分布看，公司一年以内（含）和一年以上到期的债务分别占 27.61%和 72.39%，公司短期债务占比有所下降，但债务结构仍有待优化。截至 2025 年 3 月末，公司负债和债务规模较上年末分别增长 1.00%和 5.60%，短期债务占比下降至 22.75%。整体看，公司债务负担适中。

图表 13 • 截至 2025 年 4 月 29 日公司存续债券情况

债券简称	债券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 (%)	发行规模 (亿元)	余额 (亿元)	下一行权日	到期日期
B20260708	海外债	2021/07/08	5	1.75	3.00	3.00	--	2026/07/08
21 深高 01	一般公司债	2021/07/23	5	3.35	10.00	10.00	--	2026/07/27
22 深高 01	一般公司债	2022/01/18	7	3.18	15.00	15.00	2027/01/20	2029/01/20
23 深圳高速 MTN001	一般中期票据	2023/05/22	3	2.89	10.00	10.00	--	2026/05/24
23 深圳高速 MTN002	一般中期票据	2023/09/04	5	3.05	10.00	10.00	--	2028/09/06
G23 深高 1	一般公司债	2023/10/16	3	2.88	5.50	5.50	--	2026/10/18
24 深高 01	一般公司债	2024/05/23	3	2.25	5.50	5.50	--	2027/05/27
24 深高 02	一般公司债	2024/05/23	10	2.70	9.50	9.50	--	2034/05/27
24 深圳高速 MTN001	一般中期票据	2024/10/17	3	2.16	5.00	5.00	--	2027/10/21
24 深高 03	一般公司债	2024/11/28	5	2.20	10.00	10.00	--	2029/12/02
25 深圳高速 MTN001	一般中期票据	2025/01/08	3	1.70	10.00	10.00	--	2028/01/09

⁵ 发行前，根据 A 股股票上市保荐书，本次向特定对象发行 A 股股票募集资金总额拟不超过 47.03 亿元，其中 46.00 亿元拟用于深圳外环高速公路深圳段、1.03 亿元拟用于偿还有息负债。发行后，本次发行的募集资金总额为 47.03 亿元，扣除不含税发行费用 0.24 亿元，募集资金净额为 46.79 亿元。

25 深圳高速 MTN002	一般中期票据	2025/01/08	3	1.70	5.00	5.00	--	2028/01/09
25 深高 01	一般公司债	2025/03/10	5	2.29	23.00	23.00	--	2030/03/12
25 深高 Y1	一般公司债	2025/04/14	3	2.05	10.00	10.00	2028/04/16	2028/04/16
25 深高 Y2	一般公司债	2025/04/14	5	2.20	10.00	10.00	2030/04/16	2030/04/16
25 深圳高速 SCP001	超短期融资债券	2025/04/15	0.7397	1.64	15.00	15.00	--	2026/01/11

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，包含计入权益中的永续债，未包含 REITs；2. 表中债券余额为票面价值（面值 100 元）、票面利率为发行时票面利率

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2024 年，公司营业总收入规模同比变动不大。期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用下降主要系汇兑损失减少以及资金成本降低、利息支出减少所致。公司投资收益主要来自于参股德润环境和参股高速项目、参股地产项目的合资公司等，2024 年受参股地产项目交房数量下降影响，当年投资收益规模有所下降，但占利润总额比重为 58.30%，对利润贡献程度仍较高。2024 年，公司计提减值损失共 5.84 亿元⁶，其中长期资产（无形资产、固定资产及在建工程）减值准备 2.20 亿元、存货跌价准备 1.64 亿元、应收款项坏账准备 2.00 亿元。2025 年 1—3 月，公司营业总收入 17.72 亿元，同比下降 13.06%；利润总额 6.21 亿元，同比下降 2.58%。整体看，公司盈利能力较强。

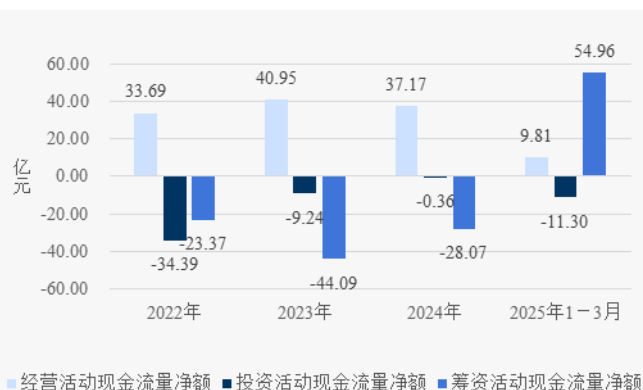
2024 年，公司经营活动产生的现金流入主要为收入回款；经营活动产生的现金流出主要为项目建设投入和职工薪酬、税费支出，经营活动现金保持净流入。公司投资活动产生的现金流入主要来自收回投资款及处置子公司等收到的现金，投资活动产生的现金流出主要为资产、股权和项目投资款，投资活动现金保持净流出，净流出规模有所收窄。公司筹资活动现金流入主要为借款和发行债券等融资形成的现金流入，筹资活动现金流出主要为偿还到期债务本息的现金流出，筹资活动现金保持净流出。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金保持净流出，受 A 股定增影响筹资活动现金转为净流入。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	93.73	92.95	92.46	17.72
营业成本	63.54	59.49	63.24	11.00
期间费用	19.12	17.77	15.44	2.94
投资收益	15.34	15.05	10.25	2.49
信用减值损失	0.83	1.00	2.00	0.06
资产减值损失	1.64	1.32	3.84	0.00
利润总额	24.85	29.16	17.58	6.21
营业利润率（%）	31.78	35.55	30.97	36.94
总资产收益率（%）	5.13	6.01	3.76	--
净资产收益率（%）	7.14	8.52	4.48	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 15 • 公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现有待提升，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	40.00	35.06	53.92	108.66
	速动比率（%）	34.34	28.23	46.20	99.46

⁶ 长期资产方面，蓝德环保对已退出的装备制造及工程建造业务相关资产进行清查和减值评估，并对餐厨垃圾处理项目特许经营无形资产进行减值测试评估，根据测试评估结果计提固定资产和无形资产减值准备合计 1.46 亿元；对深汕乾泰特许经营权合同权益账面净值全额计提无形资产减值准备 0.39 亿元；对深圳高速新能源控股有限公司（以下简称“新能源公司”）及南京风电相关无形资产、固定资产及在建工程等计提减值准备共计 0.36 亿元。存货方面，南京风电对已生产但合同对方未能履约导致的库存/已发出风机，综合考虑对方财务履约能力、年底市场价格参考、后续投料及加工费等因素后共计提存货跌价准备 0.46 亿元，对长期未用且使用价值不大的备品备件和样机等全额计提存货跌价准备 0.12 亿元；蓝德环保对退出的装备制造及工程建造业务相关存货共计提存货跌价准备 0.21 亿元；深汕乾泰因市场价格下跌计提电池等相关材料存货跌价准备 0.25 亿元；贵深公司参考周边市场价格及考虑未来销售策略，对悠山美墅已开发的待售商品房计提跌价准备 0.51 亿元。应收款项方面，公司以预期信用损失为基础，对以摊余成本计量的金融资产及合同资产进行减值会计处理并确认减值准备，主要包括应收账款、其他应收款、合同资产等，主要为南京风电、蓝德环保、新能源公司以及深汕乾泰等子公司计提的应收款项坏账准备。

	现金短期债务比（倍）	0.26	0.17	0.33	1.04
	EBITDA（亿元）	59.46	65.08	51.29	--
长期偿债指标	全部债务/EBITDA（倍）	5.68	4.94	6.50	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	5.24	4.79	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，2024 年末公司现金类资产对短期债务保障程度较弱，受 2025 年 3 月 A 股定增收到现金影响，2025 年 3 月末现金短期债务比有所提升；公司 EBITDA 对利息支出的保障能力强，公司长期偿债指标表现强。

截至 2024 年末，公司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 3.55 亿元；若干工程履约等保函处于生效状态，担保金额约 6.42 亿元。整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2024 年末，公司作为应诉方的未决诉讼、仲裁案件中，南京风电因合同纠纷涉诉约 1.51 亿元、1.64 亿元和 0.96 亿元，案件分别在二审判决、一审中和立案阶段；贵深公司及下属子公司因股权转让合同纠纷涉诉金额 4.86 亿元，案件已撤裁结案，无需执行；子公司深圳高速环境有限公司（以下简称“环境公司”，蓝德环保股东）与蓝德环保原股东方因股权对赌业绩补偿事项涉诉，原股东方请求变更业绩补偿计算方式并请求环境公司返还已补偿的股份或赔偿 1.30 亿元，案件正在仲裁中；深圳高速私募产业投资基金管理有限公司因合伙协议纠纷涉诉金额 1.53 亿元，已立案。

融资渠道方面，截至 2024 年末，公司未使用银行授信额度约 646.22 亿元，未使用债券注册额度 160.00 亿元。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融资。整体看，公司融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司营业总收入主要来自于子公司，公司本部对子公司管控力度很强。公司本部债务负担适中，短期偿债指标表现有待提升。

截至 2024 年末，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 70.10%、66.23%和 75.82%；公司本部全部债务占合并口径的 62.13%，全部债务资本化比率 50.10%，现金短期债务比 0.18 倍，整体债务负担适中，短期偿债指标表现有待提升。2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 23.49%，利润总额占合并口径的 87.25%。公司本部向子公司任命或委派高管人员，制定及有效执行一系列子公司管理办法，本部对子公司管控力度很强。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为上市公司的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司响应国家“双碳”战略，聚焦固废资源化处理和清洁能源发电等环保领域。2024 年，公司通过收运（处理）有机垃圾、沼气发电上网发电、风力发电上网发电、减少使用标准煤，共相当于减少排放二氧化碳约 120 万吨。同时，公司制定实施《生态环境保护管理办法》，建立起覆盖项目建设、道路运营、环保产业各业务板块的环境管理体系，建立了环境监理机制，对影响环境的建设项目从规划、设计、施工到运营的全过程进行有效监控，持续推进生态文明建设。

社会责任方面，公司持续完善治理结构，建立健全各项运作规则，通过加强内部监督和风险管理，确保运营的稳定和透明。人力方面，公司秉承以人为本的发展理念，遵守劳动法律法规，维护员工的合法权益，打造平等、多元的职场环境。公司不断完善人才培养和发展体系，通过内部讲师与外部专家相结合，为不同层级、不同岗位的员工提供培训计划。工程方面，公司以建设平安品质工程为宗旨，持续完善涵盖项目前期策划、工程设计、工程招标、材料监控、施工建设、养护营运等全过程的质量控制体系，通过技术创新和信息化手段，在重大工程项目建设中应用智慧化工程技术，提升建设效率与工程质量。公司提升交通数据的采集、分析和预测能力，优化路网监测与指挥调度系统，实现交通流量调控、事故的快速响应以及资源的优化配置，提升道路管理水平和服务能力。

公司依法建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全，信息披露及时。公司每年定期披露《环境、社会及管治报告》。董事会为公司最高管治单位，是公司 ESG 事宜的最高责任机构，负责审议和批准 ESG 战略、愿景与目标，审核和评估 ESG 事宜相关风险及重要性。董事会每年专门听取并审议公司《环境、社会和管治报告》，并对照设定的 ESG 相关目标检查实施进度。2024 年，公司获得十余项 ESG 荣誉，入选“国有企业上市公司 ESG·先锋 100 指数”“大湾区国企 ESG 发展指数”“中国 ESG 上市公司大湾区先锋 50（2024）”，分别位列 26 位、16 位和 35 位等。

七、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力，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，在政府补助等方面持续获得外部支持。

公司实际控制人为深圳市国资委。深圳市经济发达，财政实力很强，是我国重要的出口贸易港，具有很强的综合实力。

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。近年来，公司在政府补助等方面持续获得外部支持。

2024 年和 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 2345.80 万元和 608.26 万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至 2024 年末，公司递延收益 2.97 亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；公司长期应收款中电费补贴收入 14.05 亿元。

八、永续债偿债指标分析

截至 2025 年 4 月末，公司存续期永续债为 25 深高 Y1 和 25 深高 Y2，债券余额合计金额 20.00 亿元，计入“其他权益工具”中，若将其调整至 2024 年末的长期债务中，相关指标详见下表。

图表 17 • 公司永续债券偿还能力指标

项目	2024 年
长期债务*（亿元）	261.22
经营现金流入/长期债务（倍）	0.28
经营现金/长期债务（倍）	0.14
长期债务/EBITDA（倍）	5.09

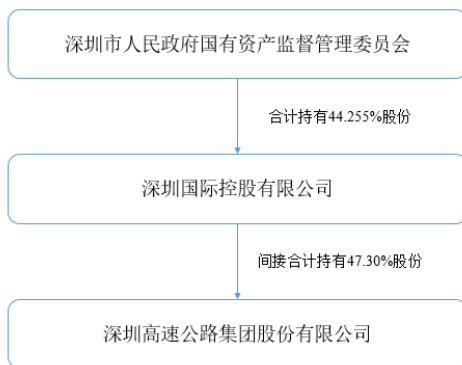
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

上述永续期债项具有公司续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权等特点，调整票面利率条款设置使得上述永续期续期的可能性较小，且公司存在分红历史，延支付利息可能性较小。若公司选择行使相关权利，将导致上述永续期本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。此外，在公司发生破产清算时，上述永续期的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还普通债务，优先于公司普通股股东，债券持有人可能面临回收损失。

九、跟踪评级结论

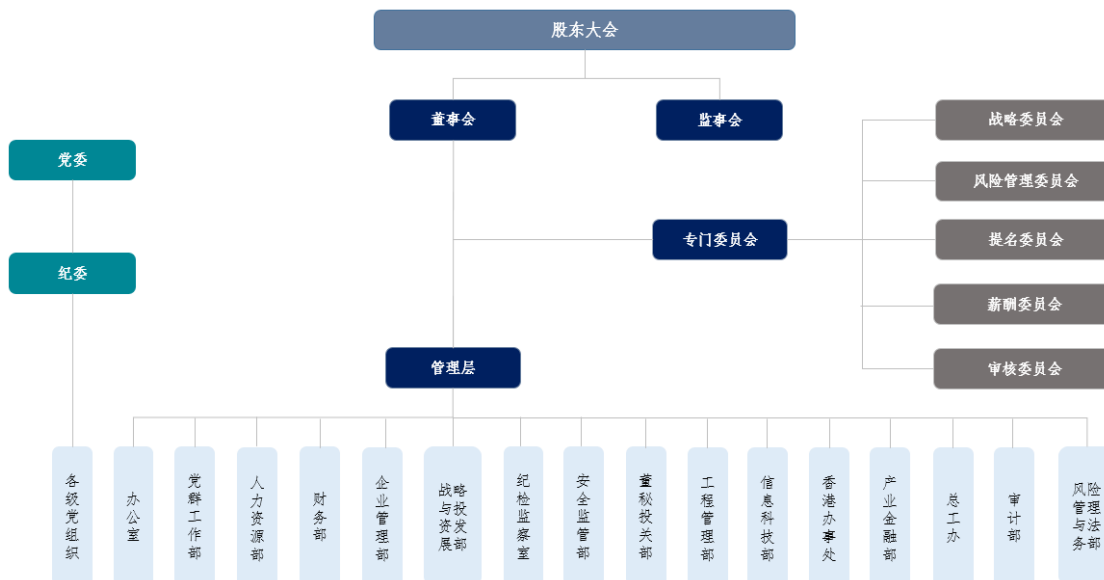
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 深高 01”“22 深高 01”“23 深圳高速 MTN001”“23 深圳高速 MTN002”“24 深高 01”“24 深高 02”“24 深高 03”“25 深高 Y1”和“25 深高 Y2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司官网

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月末）

子公司名称	持股比例	
	直接（%）	间接（%）
深圳市外环高速公路投资有限公司	100.00	--
深圳高速投资有限公司	100.00	--
深圳高速环境有限公司	100.00	--
广东清连公路发展有限公司	51.37	25.00
深圳市梅观高速公路有限公司	100.00	--
美华实业（香港）有限公司	100.00	--
深圳高速运营发展有限公司	98.70	1.30
长沙市深长快速干道有限公司	51.00	--
深圳高速建设发展有限公司	100.00	--
深圳深高速基建环保开发有限公司	80.00	20.00
深圳高速私募产业投资基金管理有限公司	51.00	--
深圳深高速融资租赁有限公司	72.30	27.70
深圳高速新能源控股有限公司	100.00	--
深圳龙大高速公路有限公司	89.93	--
深圳光明深高速环境科技有限公司	100.00	--
深圳深高速商务有限公司	100.00	--
深圳高速公路集团数字科技有限公司	51.00	--
湖南益常高速公路运营管理有限公司	100.00	--

注：公司下属子公司数量较多，本表仅列示直接持股比例超过 50.00% 的子公司
 资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	47.52	26.22	30.40	83.07
应收账款（亿元）	10.52	9.67	9.57	9.87
其他应收款（亿元）	11.22	6.02	8.35	8.82
存货（亿元）	13.14	13.56	10.95	10.95
长期股权投资（亿元）	177.49	187.16	197.55	200.20
固定资产（亿元）	72.10	73.29	74.00	72.67
在建工程（亿元）	2.26	2.90	0.85	0.84
资产总额（亿元）	692.01	675.07	675.58	731.50
实收资本（亿元）	21.81	21.81	21.81	25.38
少数股东权益（亿元）	60.15	56.41	52.98	53.34
所有者权益（亿元）	273.61	279.99	272.02	323.90
短期债务（亿元）	181.55	152.48	92.03	80.05
长期债务（亿元）	155.94	168.79	241.22	271.86
全部债务（亿元）	337.49	321.27	333.25	351.91
营业总收入（亿元）	93.73	92.95	92.46	17.72
营业成本（亿元）	63.54	59.49	63.24	11.00
其他收益（亿元）	0.32	0.46	0.23	0.06
利润总额（亿元）	24.85	29.16	17.58	6.21
EBITDA（亿元）	59.46	65.08	51.29	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	72.22	78.13	71.78	16.96
经营活动现金流入小计（亿元）	78.12	82.50	73.93	17.93
经营活动现金流量净额（亿元）	33.69	40.95	37.17	9.81
投资活动现金流量净额（亿元）	-34.39	-9.24	-0.36	-11.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	-23.37	-44.09	-28.07	54.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.77	9.19	9.60	--
存货周转次数（次）	4.79	4.46	5.16	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.14	--
现金收入比（%）	77.06	84.05	77.64	95.74
营业利润率（%）	31.78	35.55	30.97	36.94
总资本收益率（%）	5.13	6.01	3.76	--
净资产收益率（%）	7.14	8.52	4.48	--
长期债务资本化比率（%）	36.30	37.61	47.00	45.63
全部债务资本化比率（%）	55.23	53.43	55.06	52.07
资产负债率（%）	60.46	58.53	59.74	55.72
流动比率（%）	40.00	35.06	53.92	108.66
速动比率（%）	34.34	28.23	46.20	99.46
经营现金流动负债比（%）	14.50	20.65	26.22	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.17	0.33	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	5.24	4.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.68	4.94	6.50	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.56	5.26	7.95	58.05
应收账款（亿元）	0.29	0.74	0.75	0.93
其他应收款（亿元）	25.05	33.25	37.94	37.87
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	251.65	261.28	353.24	354.37
固定资产（亿元）	18.42	20.86	20.66	20.42
在建工程（亿元）	0.07	0.47	0.09	0.09
资产总额（亿元）	384.80	378.40	473.55	529.43
实收资本（亿元）	21.81	21.81	21.81	25.38
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	186.25	204.98	206.26	254.28
短期债务（亿元）	62.02	31.67	44.80	32.39
长期债务（亿元）	74.78	87.70	162.27	191.68
全部债务（亿元）	136.80	119.37	207.06	224.07
营业总收入（亿元）	16.44	17.72	21.72	3.35
营业成本（亿元）	9.51	8.93	12.58	1.11
其他收益（亿元）	0.03	0.02	0.03	0.01
利润总额（亿元）	14.98	31.38	15.34	1.44
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.19	13.14	13.29	3.26
经营活动现金流入小计（亿元）	26.89	13.80	13.62	3.31
经营活动现金流量净额（亿元）	16.72	6.36	6.86	1.50
投资活动现金流量净额（亿元）	29.63	9.95	-61.92	-1.34
筹资活动现金流量净额（亿元）	-42.09	-28.06	57.73	49.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	57.19	34.36	29.12	--
存货周转次数（次）	662.05	992.11	2124.25	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.05	--
现金收入比（%）	74.16	74.19	61.17	97.23
营业利润率（%）	41.78	49.22	41.23	63.84
总资本收益率（%）	5.89	10.84	4.87	--
净资产收益率（%）	7.15	15.00	7.20	--
长期债务资本化比率（%）	28.65	29.96	44.03	42.98
全部债务资本化比率（%）	42.35	36.80	50.10	46.84
资产负债率（%）	51.60	45.83	56.44	51.97
流动比率（%）	44.29	55.89	50.02	124.79
速动比率（%）	44.28	55.88	50.02	124.78
经营现金流动负债比（%）	15.34	8.78	7.14	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.17	0.18	1.79
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将公司本部其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入短期债务核算；3. 公司本部未披露现金流量表补充资料，EBITDA 相关指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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