

信用等级公告

联合〔2019〕1126号

联合资信评估有限公司通过对深圳高速公路股份有限公司及其相关存续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，“18深圳高速MTN001”及“18深圳高速MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月三十一日



深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 深圳高速 MTN001	10 亿元	2021-07-30	AAA	AAA
18 深圳高速 MTN002	8 亿元	2023-08-15	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 5 月 31 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.42	42.60	42.72	49.61
资产总额(亿元)	323.85	440.15	411.01	404.34
所有者权益(亿元)	147.11	157.89	195.40	200.20
短期债务(亿元)	10.99	36.90	3.97	7.14
长期债务(亿元)	55.26	122.29	135.26	131.66
全部债务(亿元)	66.24	159.20	139.23	138.80
营业收入(亿元)	45.32	52.10	58.07	13.31
利润总额(亿元)	16.22	18.83	45.45	6.30
EBITDA(亿元)	34.82	43.93	72.50	--
经营性净现金流(亿元)	21.27	29.75	32.22	5.61
营业利润率(%)	42.65	47.18	49.92	48.08
净资产收益率(%)	8.95	9.52	18.32	--
资产负债率(%)	54.57	64.13	52.46	50.49
全部债务资本化比率(%)	31.05	50.21	41.61	40.94
流动比率(%)	167.21	63.01	124.60	126.61
经营现金流动负债比(%)	44.45	33.74	53.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.90	3.62	1.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.54	4.67	6.42	--

注: 1. 2018 年公司实施同一控制下企业合并, 影响财务报表多个项目, 2017 年数据采用 2018 年期初数; 2. 一年内到期的非流动负债中无息部分已从债务中剔除; 3. 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师

赵传第 任黛云 马颖

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

评级观点

深圳高速公路股份有限公司(以下简称“深圳高速”或“公司”)是深圳市高速公路最重要的投资建设和经营管理主体, 跟踪期内完成了对沿江项目的收购, 并向深圳市交通运输委员会(以下简称“深圳交委”)移交盐排高速、盐坝高速及南光高速(以下简称“三项目”), 资产规模及收费公路里程有所下降, 公司确认三项目处置收益, 带动利润总额显著增长; 跟踪期内公司整体债务规模下降, 债务负担有所减轻。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 公司向深圳交委移交三项目后, 未来高速公路运营收入规模将受到影响。

未来, 随着外环A段项目的完工运营, 公司收费公路里程有望增长, 收入规模及盈利能力或将提升, 同时公司在环保领域的延伸将进一步增强公司综合竞争力, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA, “18深圳高速MTN001”及“18深圳高速MTN002”的信用等级为AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 深圳市地处珠三角地区经济腹地, 是广东省重要的交通枢纽, 跟踪期内经济保持稳步发展, 公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内, 公司运营路产新增沿江项目, 一定程度上减轻了移交三项目对公司收费公路里程及通行费收入带来的不利影响。
3. 公司控股路产地理位置优越, 跟踪期内, 收费公路所在区域路网日益完善, 日均车流量持续增长。
4. 跟踪期内, 公司债务规模下降, 债务负担有所减轻。

关注

1. 收费公路的运营具有较强的政策性，收费标准、收费期限的变化将对公司业绩产生影响。
2. 跟踪期内，公司向深圳交委移交三项目，资产规模及收费公路里程有所下降，未来高速公路运营收入规模将受到影响。

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。

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。

深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”或“深圳高速”）于1996年12月注册成立，1997年3月和2001年12月分别在香港联合交易所、上海证券交易所上市。截至2019年3月底，公司总股本21.81亿股，其中A股14.33亿股、H股7.48亿股。间接控股股东深圳国际控股有限公司通过其全资子公司新通产实业开发（深圳）有限公司（持股30.025%，以下简称“新通产公司”）、深圳市深广惠公路开发有限公司（持股18.868%）及Advance Great Limited（晋泰有限公司，持股2.669%¹）间接持有公司合计51.561%的股份。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”）（见附件1-1）。跟踪期内，公司经营范围、组织结构未发生变化。

截至2018年底，公司资产总额411.01亿元，所有者权益195.40亿元（含少数股东权益21.53亿元）。2018年，公司实现营业收入58.07亿元，利润总额45.45亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额404.34亿元；所有者权益合计200.20亿元（含少数股东权益21.65亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入13.31亿元，利润总额6.30亿元。

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、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“18深圳高速MTN001”和“18深圳高速MTN002”，债券余额合计18亿元，详情见表1。跟踪期内上述债券尚未到付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
18深圳高速MTN001	10.00	2018-07-30	3	4.14
18深圳高速MTN002	8.00	2018-08-15	5	4.49
合计	18.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

“18深圳高速MTN001”募集资金用于偿还公司债务和补充营运资金，截至2019年3月底，募集资金已按照计划使用完毕。

“18深圳高速MTN002”募集资金用于偿还银行借款及补充营运资金，截至2019年3月底，募集资金已按照计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境分析

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧

¹ 跟踪期内，深圳国际控股有限公司加大H股持股比例

性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同

比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个

百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口

增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业与区域环境

1. 高速公路行业分析

高速公路投资建设

2018年，中国高速公路通车里程及投资规模保持增长，增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年底，全国公路总里程达484.65万公里，比上年末增加7.31万公里，公路密度50.48公里/百平方公里，同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里，比上年末增加0.61万公里；其中，国家高速公路10.55万公里，同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%，同比提升0.08个百分点；在全国收费公路里程中占比超过80%。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。

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介

于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2017年底，全国高速公路累计债务余额49867.38亿元，同比增长9.27%；其中银行贷款余额占比87.05%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，公路旅客运输指标延续上年下滑趋势，且降幅有所扩大；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，公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，同比分别下降6.2%、5.0%；完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量

占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2017年，中国高速公路实现通行费总收入4752.75亿元，同比增长13.67%，在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年，中国高速公路支出总额8523.75亿元，同比增长6.51%；通行费收支缺口3771亿元，比上年减少50.66亿元，但收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。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，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；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一

贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域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；⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 广东省高速公路情况

广东省是中国经济最发达的省份之一，也是华南地区经济发展的龙头。广东省经济长期保持着较高的增长速度，带动了地区交通运输需求的增加，跟踪期内广东省公路旅客周转量略有下降，公路货物周转量持续增长。

2018年，广东省实现地区生产总值97277.77亿元，比上年增长6.8%。随着广东省经济的不断发展，公路通车里程呈增长态势，截至2018年底，广东省公路通车里程21.8万公里，其中，高速公路里程9003公里，比上年底增长7.8%。2018年，广东省公路旅客运输周转量1120.71亿人公里，同比下降0.8%；公路货物运输周转量3888.32亿吨公里，同比增长6.9%。

总体看，广东省经济实力强，交通运输需

求旺盛，高速公路行业发展面临良好外部环境。

3. 区域经济环境

公司通过收购和参股等方式，已建成多条优质高速公路，主要分布于深圳市。

公司的发展与深圳市经济发展关系密切。深圳市位于广东省南部，东临大亚湾与惠州市相连，西至珠江口伶仃洋与中山市、珠海市相望，南至深圳河与香港毗邻，北与东莞市、惠州市接壤。全市总面积1952.84平方公里。深圳作为香港与珠江三角洲经济交流的纽带，是国内最大的陆路口岸城市，拥有吞吐量为全世界第四大的集装箱港口。随着香港、珠三角地区经济的持续增长以及交流的日益密切，货运量和客运量将稳步增长，对深圳地区交通运输能力的要求也会越来越高。公司作为深圳地区高速公路行业的龙头企业，未来发展前景广阔。

根据《深圳市2018年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2018年深圳市完成地区生产总值24221.98亿元，比上年增长7.6%；人均地区生产总值189568元，增长3.2%，按2018年平均汇率折算为28647美元。

2018年，深圳市固定资产投资比上年增长20.6%；其中，房地产开发投资增长23.6%，非房地产开发投资增长18.4%。

交通运输方面，2018年，深圳市货物运输总量32763.63万吨，比上年增长1.5%；其中公路货物运输总量24609.70万吨，比上年增长2.7%。同年，深圳市货物运输周转量2173.97亿吨公里，下降5.6%；其中公路货物运输周转量391.89亿吨公里，增长2.3%。

2018年，深圳市旅客运输总量19872.47万人，比上年增长9.5%；其中公路旅客运输总量6135.79万人，比上年增长2.2%。同年，深圳市旅客运输周转量1180.52亿人公里，增长8.1%；其中公路旅客运输周转量126.75亿人公里，增长2.5%。

总体看，深圳市作为经济发达特区，跟踪期内经济发展及投资规模保持持续增长，为深

圳市高速公路项目投资运营稳定增长提供有力保障。

六、基础素质分析

公司主要从事深圳市和广东省部分地区以及其他发达地区收费公路的投资、建设及经营管理，受政府委托承接政府投资道路的建造委托管理业务。公司是深圳市全面实施中央人民政府与香港、澳门特区政府签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》协议，建设“9+2”泛珠三角经济圈高速公路网的重要实施主体。

跟踪期内，公司以 14.72 亿元完成对广深沿江高速公路（深圳段）项目公司（以下简称“沿江公司”）100%股权的收购，运营路产收费里程新增 36.6 公里。

跟踪期内，深圳市交通运输委员会（以下简称“深圳交委”）选择提前收回南光高速、盐排高速和盐坝高速（以下简称“三项目”）剩余的收费公路权益，对该等路段实施免费通行，并按约定给予公司现金补偿，公司自 2018 年 12 月 31 日 24 时起不再拥有该等路段的收费公路权益。公司于 2015 年 12 月 29 日收到深圳交委首笔现金补偿款 65.88 亿元，2018 年收到深圳市人民政府针对因南光、盐排新建站未来运营成本补偿 3.30 亿元。相关税费全部由政府承担，公司于 2018 年底确认其他应收款 9.33 亿元，并于 2019 年 1 月收到相关款项。移交三项目导致公司收费公路里程减少 75.7 公里。

截至 2019 年 3 月底，公司投资的高速公路项目（含参股）共计 16 个，总里程 786.2 公里（其中 65.7 公里尚在建设中），按权益折算比例收费总里程约 546 公里；其中已通车控股高速公路 9 条，合计里程 506.8 公里。

表2 截至2019年3月底公司已通车控股路产情况
(单位:公里、%、年)

名称	收费里程	控股比例	收费到期年限
梅观高速	5.4	100	2027
机荷西段	21.8	100	2027
机荷东段	23.7	100	2027
清连高速	216.0	76.37	2034

武黄高速	70.3	100	2022
水官高速	20.0	50	2027
沿江项目	36.6	100	2038
益常高速	78.3	100	2033
长沙环路	34.7	51	2029
合计	506.8	--	--

资料来源：公司提供

注：沿江项目一期（收费里程约 30.9 公里）营运、二期（收费里程约 5.7 公里）在建

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10440304004623100），截至 2019 年 4 月 22 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司非执行董事刘继、执行董事兼总裁吴亚德、执行董事龚涛涛、独立董事胡春元以及监事会主席王增金因个人工作原因或工作变动原因辞职。

跟踪期内，白华、陈凯、文亮分别被选举委任为独立董事、非执行董事和执行董事，文亮、赵桂萍、陈守逸分别被聘任为公司财务总监、总会计师和总工程师。

公司总裁廖湘文先生，1968 年出生，西南政法大学商法专业博士；拥有多年的收费公路运营管理、人力资源管理和法律事务管理经验，历任公司公共关系部副经理、人力资源部总经理、副总裁等职务，2018 年 9 月至今任公司总裁。

除此之外，跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事高速公路建设和运营、房地产开发和委托管理等业务。2018 年，公司实现营业收入 58.07 亿元，同比增长 11.45%，主要系通行费收入以及受托管理服务收入增长所致。从各业务板块来看，2018 年，公司实现通行费收入 50.66 亿元，同比增长 8.17%，主要系公司

2017年通过非同一控制下企业合并将益常高速和长沙环路纳入合并范围，2018年益常高速和长沙环路确认了全年收入以及车流量自然增长；房地产开发收入为2.86亿元，同比下降10.00%，主要系贵龙开发项目交房数量有所减少所致；受托管理服务收入为2.46亿元，同比大幅增长226.75%，主要系受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素的变动影响，所确认的相关服务收入存在一定波动；其他收入1.15亿元，

同比增长154.76%，主要系新增三项目新建匝道站运营成本补偿服务收入所致。

跟踪期内，公司毛利率有所提高，2018年为50.78%，主要是由于收费公路业务以及房地产开发业务毛利率上升所致。2018年，公司收费公路业务毛利率为52.83%，同比上升2.90个百分点，主要系南光高速和盐排高速因2018年底全部冲回剩余公路养护责任拨备余额带动公路维护成本下降所致。

表3 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017年			2018年			2019年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
收费公路业务	46.84	89.89	49.92	50.66	87.24	52.83	11.08	83.29	53.12
房地产开发	3.17	6.09	26.35	2.86	4.92	39.24	1.64	12.31	35.09
委托管理服务	0.75	1.45	33.65	2.46	4.24	25.32	0.16	1.18	13.51
广告	0.89	1.70	30.72	0.94	1.61	20.09	0.15	1.14	17.31
其他业务	0.45	0.87	55.64	1.15	1.98	68.83	0.28	2.09	9.90
合计	52.10	100.00	47.97	58.07	100.00	50.78	13.31	100.00	49.12

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司实现营业收入13.31亿元，相当于2018年的22.91%；毛利率为49.12%。

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资与经营业务

截至2019年3月底，公司投资的高速公路

项目（含参股）共计16个，总里程达786.2公里，按权益比例折算收费里程约546公里；其中已通车控股高速公路9条，里程合计506.8公里；在建高速公路为外环项目和沿江二期，收费里程65.7公里。公司控股高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区。

表4 公司控股路产运营情况（单位：千辆次、千元、%）

路产名称	日均混合车流量				日均路费收入				2018年通行费收入	同比增长
	2018年	同比增长	2019年1—3月	同比增长	2018年	同比增长	2019年1—3月	同比增长		
梅观高速	100	9.0	99	10.9	351	4.3	328	3.0	128092	4.34
机荷西段	222	3.2	210	4.0	1794	3.8	1729	5.1	654955	3.76
机荷东段	289	6.6	282	5.9	2076	5.8	1996	3.1	757873	5.83
清连高速	43	5.5	53	9.0	2084	3.4	2630	8.3	760696	3.35
武黄高速	53	5.2	61	10.3	1055	5.0	1148	8.4	385241	5.03
水官高速	219	1.8	207	-0.1	1738	-1.4	1604	-2.4	634407	-1.40
沿江高速	90	10.5	91	9.4	1273	16.5	1353	18.4	464815	16.50
益常高速	50	--	56	-1.4	1119	--	1151	0.0	408474	--
长沙环路	36	12.0	39	11.1	395	5.7	374	1.3	144033	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

注：1. 日均混合车流量数据中不包括节假日免费通行的车流量；2. 2018年9月水官高速对2017年1月后的车流量统计口径进行了调整，使得车流量数据发生了较大变化，路费收入统计依然沿用原口径。此次调整对水官高速的实际车流量及路费收入不构成影响

分路段来看，公司自2014年3月31日24时起对梅观高速梅林至观澜约13.8公里路段实

施免费通行，保留梅观高速深莞边界至观澜约 5.4 公里路段的收费；根据《梅观高速公路调整收费补偿及资产移交协议》，深圳市人民政府以现金方式进行补偿安排，补偿范围主要包括免费路段的未来收益现值约 15.98 亿元以及其他成本/费用补偿约 11.02 亿元，自 2014 年起公司每年按时收讫与梅观高速调整收费相关补偿款及利息，2017 年底已结清。2018 年梅观高速通行费收入较上年增长 4.34%，日均车流量同比增长 9.0%，梅观高速运营平稳向好。

机荷高速运营时间较长，区位优势明显，车流量和通行费收入较高。跟踪期内，盐排高速、盐坝高速、南光高速及清平高速二期的免费通行对机荷高速的车流量增长产生带动效应，导致其高峰期车流拥堵，从而引发轻微分流。2018 年机荷东段和机荷西段通行费收入分别同比增长 5.83% 和 3.76%。

2016 年 2 月 7 日零时起盐坝、盐排及南光高速开始免费通行，公司按协议约定方法计量并确认收入，不再对日均车流量和日均通行费收入进行披露。2018 年公司确认收入 7.28 亿元。根据公司与深圳交委协议，深圳交委于 2018 年四季度确定提前收回三项目剩余的收费公路权益，并按调整协议约定给予公司现金补偿，自 2018 年 12 月 31 日 24 时起，公司不再拥有三项目的收费公路权益，2018 年公司确认资产处置收益 19.61 亿元，减少收费公路里程 75.7 公里，截至 2019 年 3 月底，三项目的剩余补偿金额确认及支付已完成，相关资产移交及养护安排等相关工作正在进行中。

公司于 2018 年 2 月完成对沿江项目收购，2018 年 2 月 28 日，深圳交委与沿江公司签订协议，自 2018 年 3 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日期间沿江项目货车收费按照 50% 的标准执行，深圳交委给予沿江公司 3.02 亿元补偿，补偿款已于 2018 年 3 月底前到位（会计处理上先计入“其他非流动负债”，从 2018 年 3 月开始，三年内每月摊销计入营业收入），该举措对沿江项目货车车流量增长的带动作用已逐步显现。2018 年，

沿江项目通行费收入同比增长 16.50%。沿江项目作为深圳西部港区重要疏港通道，随着周边路网不断完善以及东滨隧道沙河西侧接线预计在 2019 年内完工通车，预计其未来车流量将稳步提高。

水官高速因龙岗至横坪路段边坡塌方，自 2018 年 9 月 5 日起对该路段东西向车道进行封闭维修施工；清平高速二期免费通行对水官高速产生轻微分流；超限管理规定的实施对水官高速的货运车流量及路费收入增长产生一定负面影响。受上述因素综合影响，2018 年水官高速通行费收入同比有所下降。

跟踪期内，广乐高速和二广高速对清连高速的分流影响已基本稳定，但于 2017 年 10 月底开通的桂三高速分流了部分原取道清连高速往返相邻省界的过境车流量；清西大桥及接线工程、岳望高速（岳阳—望城）相继于 2018 年 9 月底建成通车，使得“广清-清连-岳临-随岳-林桐-兰南”高速全线贯通，华南地区至中原腹地的南北交通大动脉作用将进一步凸显，对清连高速车流量增长将起到积极的促进作用。2018 年，清连高速通行费收入同比总体保持平稳。

跟踪期内，受周边城市汽车保有量增长、沌口长江大桥开通以及精准营销作用显著等因素的综合影响，武黄高速的营运表现总体平稳。受计重收费政策实施、周边新开通路段分流、交通管制政策实施以及沿线商圈功能变化等因素的作用，虽然自然车流量仍保持增长，但长沙环路路费收入同比小幅增长。二广高速原封闭施工隧道自 2017 年中恢复通车后对益常高速的分流影响逐步显现，加之交通管制、治理超限超载等政策实施的持续影响，叠加年初及年末冰雪灾害等负面影响，2018 年益常高速实现通行费收入 4.08 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司参股已通车高速公路 6 条，里程合计 219.4 公里，分别位于深圳市、广东省其他地区、湖南省和江苏省。受益于路网完善、公路沿线区域经济增长、货车计重收费政策等正面作用，跟踪期内，公司多

数参股高速公路通行费收入均有不同程度的提升。但继汕湛高速云湛段（云浮—湛江）于 2017 年底开通后，深茂高铁江湛段（江门—湛江）及云湛高速新阳二期（新兴—阳春）分别于 2018 年 7 月及 9 月底开通，受该等通道的分流影响以及治理超限超载政策实施的持续影响，阳茂高速车流自然增长因素被平抑，2018 年其日均路费收入同比有所下降。2018 年，公司收到联营企业（高速公路公司）投资收益合计为 2.76 亿元，同比增长 12.31%。

截至 2018 年底，公司主要在建高速公路项目包括外环 A 段项目和沿江二期项目应出资部分，以及清连高速、南光高速和梅观高速改扩建等项目的剩余工程。其中，清连高速、南光高速和梅观高速改扩建工程均已经完工通车，但目前部分工程处在收尾阶段，未进行最后结算。截至 2018 年底，公司在建高速公路项目总投资 174.26 亿元，尚需投资金额 54.50 亿元，面临一定的资本支出压力。

表 5 截至 2018 年底公司在建高速公路项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期限	总投资额	已投资额	未来三年投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年
外环 A 段项目（自投部分）	2016—2019	65.00	21.99	10.42	20.25	12.34
清连高速	2006—2016	61.30	60.93	0.37	--	--
南光高速	2006—2008	31.00	29.82	0.18	--	--
梅观高速改扩建	2010—2013	6.96	6.92	0.04	--	--
沿江二期	2015—2024	10.00	0.10	0.18	0.18	0.18
合计		174.26	119.76	11.19	20.43	12.52

资料来源：公司提供

注：上表中外环 A 段项目和沿江项目二期总投资为公司应出资部分

跟踪期内，公司完成对沿江项目的收购，以及向深圳交委移交三项目，高速公路收费里程有所下降。需关注的是，三项目的移交或将对公司高速公路运营收入规模产生不利影响。除沿江项目外，公司运营的其他高速公路收费标准未调整；控股及参股高速公路整体运营情况良好。公司在建高速公路投资面临一定资本支出压力。

（2）委托管理业务

公司委托管理业务包括代建业务和代管业务，2018 年实现收入 2.46 亿元，同比大幅增长 226.75%，主要系受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素的变动影响，所确认的相关服务收入存在一定波动。

代建业务

委托代建业务主要是公司依托所积累的项目管理经验，为委托方提供工程项目管理服务并获得一定工程管理费用，并根据完工百分比

法确认相关收入。截至 2018 年底，公司主要的代建项目包括深圳地区的外环 A 段项目、货运组织调整项目等。

外环 A 段项目是公司重点代建项目，全长约 60 公里，项目初步设计概算约为 206 亿元（其中土地整备费用约 54 亿元，工程建设费用约 152 亿元）。2016 年 3 月，深圳交委与公司全资子公司深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）签署特许经营权合同；同时公司、外环公司及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）签订共建协议。根据协议，公司、外环公司和特建发将共同投入资金或安排融资建设外环 A 段项目，公司及外环公司合计投入资金或安排融资 65 亿元，享有外环高速 A 段（包含一期和二期）25 年特许经营权，其余金额由特建发投入；外环公司为外环 A 段项目的建设经营主体，全面负责外环 A 段的建设、收费、设施、路产、财务等经营管理，且公司接受委托负责外环 A 段

项目的建设管理，以工程总额加成 1.5% 测算委托管理费。截至 2018 年底，外环 A 段项目已投资 95.79 亿元，土地征收和拆迁工作基本完成，正全面开展工程施工。

截至 2018 年底，公司主要在建代建项目预计总投资额 234.94 亿元，尚需投资金额 124.16 亿元。公司代建项目中除外环 A 段项目需要公

司部分出资，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。另外，代建项目工期通常需 3 年以上，在各期间，受项目规模、当期完工进度、合约条款、政府部门审计结果以及工程结算情况等因素的变动影响，所确认的相关服务收入和成本可能出现较大的波动。

表 6 截至 2018 年底公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	资金筹措方式	已投资额	未来三年投资计划		
					2019 年	2020 年	2021 年
外环 A 段项目	2014—2019	205.94	委托方及外环公司出资	95.79	22.53	44.38	29.29
德政路项目	2014—2014	2.14	委托方出资	1.78	--	0.36	--
梅观新建收费站及配套项目	2014—2015	3.25	委托方出资	3.05	0.20	--	--
龙大市政段项目	2014—2015	2.15	委托方出资	1.49	0.66	--	--
观澜人民路-梅观高速节点工程	2015—2017	1.46	委托方出资	1.33	0.13	--	--
货运组织调整项目	2016—2018	20.00	委托方出资	7.34	5.46	6.51	0.69
合计	--	234.94	--	110.78	28.98	51.25	29.98

资料来源：公司提供

注：1. 外环 A 段项目总投资为项目初步设计概算额，已投资额为项目实际投资额，包含政府投资部分，95.79 亿元中公司已投资额为 21.99 亿元；2. 德政路项目已完工交付使用，但结算手续尚未完成，仍列示在代建项目里；2020 年将要支出的 0.36 亿元为后续支付结算款

代管业务

为避免同业竞争，自 2008 年 1 月起，公司母公司深圳国际通过全资子公司深圳市宝通公路建设开发有限公司（以下简称“宝通公司”）与公司签订委托管理合同的方式，将其持有的深圳龙大高速公路有限公司（以下简称“龙大公司”）89.93% 股权委托予公司代为经营管理，合同期限为 2008 年 1 月至 2018 年 12 月，委托管理费为 1800 万元/年，以现金方式支付给公司。2018 年 12 月，公司与宝通公司续签了委托管理合同，合同期限由 2019 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止。根据此前深圳交委与龙大公司协议，深圳交委自 2019 年 1 月 1 日零时提前收回龙大高速由起点至南光高速匝道接入处 23.8 公里路段（即龙大深圳段）的收费公路权益，对该路段实施免费通行。龙大公司不再拥有龙大深圳段的收费公路权益，亦不再承担相应管理责任。因此自 2019 年 1 月 1 日，宝通公司委托公司管理的路段为龙大高速剩余约 4.4 公里路段，委托管理费相应由 1800 万元/年调整为 877 万元/年。

总体看，公司现阶段代建业务投资规模较大，但项目资金大多由委托人承担，公司实际投入资金压力不大。委托管理服务业务是公司收费公路业务的补充，未来随着外环 A 段项目的逐步完工、交付，公司委托管理服务业务收入规模将有所提升。

(3) 土地项目开发与管理

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

贵龙开发项目

基于对贵龙项目（公司承接的贵州龙里贵龙城市大道一期采用带资开发模式进行建设的工程项目及相关的土地一级开发项目）周边土地有较好的增值空间的预期，为降低贵龙 BT 项目资金回收风险并保证投资回报，公司通过子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）积极参与贵龙 BT 项目开发范围内土地竞拍。截至 2018 年底已成功竞拍土地约 2655 亩（约 177 万平方米），成交金额总计约为

8.96亿元。截至2018年底，其中约800亩已转让，1045亩正在进行二级开发，剩余土地将用于自主二级开发或转让。贵深公司已成立若干全资子公司，具体持有和管理上述地块的土地使用权。

贵深公司采取分期滚动开发策略，以茵特拉根小镇项目为主体，对已取得土地中的1045亩进行自主二级开发。截至2018年底，茵特拉根小镇项目一期第一阶段工程（约112亩）147套住宅已全部竣工，其中144套住宅已交付使用。一期第二阶段工程（约134亩）169套住宅已全部交付使用。截至2018年底，茵特拉根小镇二期开发项目（约389亩）第一阶段工程共推出238套住宅，已签约销售并回款237套；二期第二阶段工程主要为商业配套物业，拟推出71套商业物业，2018年已签约销售并回款39套，预期将于2019年上半年完工并交付使用。2018年，三期开发项目（约229亩）已投入建设，其中三期第一阶段工程拟推出271套住宅，2018年底已签约销售并回款105套，预期将于2020年年底前完工。此外，贵深公司对剩余土地开发的规划和设计工作正在进行中。

为快速回笼资金，实现土地的市场价值，公司于2018年5月以公开挂牌方式转让贵州悦龙投资有限公司（以下简称“贵州悦龙”）100%股权及债权，该公司持有约296亩贵龙土地，该项转让已通过深圳联合产权交易所正式挂牌确定受让方，并签署股权及债权转让合同，成交价格约18080万元，截至2018年底该项交易已完成。此外，公司于2018年7月以公开挂牌方式整体转让贵州圣博置地有限公司、贵州恒丰信置业有限公司、贵州恒弘达置业有限公司和贵州业恒达置业有限公司（“四家公司”）100%股权及债权，挂牌价格不低于四家公司的资产评估结果之和，且不低于55080万元。该四家公司持有约810亩贵龙土地。截至2018年底，该项转让已通过深圳联合产权交易所正式挂牌确定受让方，后续股权及债权合同签署等相关事项正在进行中。

随着贵龙项目所在区域经济的不断发展，区域价值不断提升，房地产市场销售形势旺盛。贵深公司通过对茵特拉根小镇前期项目的运作与实践，已探索及积累了一定房地产开发项目的管理与运作经验，形成了适合该区域房地产行业特点的商业开发模式。为抓住市场机遇，有效降低朵花大桥项目的款项回收风险，2018年董事会已批准贵深公司（或其设立的持地项目公司）参与龙里县政府拟分批出让的约1000亩土地挂牌的竞买。截至2018年底，贵深公司已完成235亩（约15.7万平方米）的土地竞买，成交金额总计约11771万元。

梅林关更新项目

公司与深圳国际（通过其全资子公司新通产公司）共同出资成立了深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地公司”），作为梅林关更新项目的申报主体和实施主体，双方分别持股49%和51%。梅林关更新项目地块的土地面积约为9.6万平方米，土地用途为居住用地及商业用地，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），联合置地公司已按计划获取了该地块的土地使用权。

梅林关更新项目地理位置优越，取得的地价与周边土地市场价格相比具有一定优势，具有较好的投资价值和增值空间。因梅林关城市更新项目前期已经基本完成，为避免资金闲置，2018年2月公司与新通产公司同步减资，联合置地公司注册资金由50亿元减至5亿元，股东持股比例不变。为保证项目质量，提升项目管理水平和整体回报，联合置地公司以增资方式引入万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）作为战略投资者，2018年9月，公司、新通产公司、万科及联合置地公司签订了《增资扩股协议》，万科对联合置地公司增资29亿元。本次增资完成后，公司、新通产公司和万科将分别持股34.3%、35.7%和30%。受此影响，公司长期股权投资和资本公积增加约9.21亿元。

梅林关更新项目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；此外该项目总体规划了约3.45万平方米的商业配套物业。截至2018年底，项目一期正在进行主体工程建设，并已取得项目预售许可证；项目二期正在进行施工图报建；项目三期正在进行方案报建，计划于2019年上半年取得《建设工程规划许可证》。

此外，2018年4月，梅观公司与联合置地公司签订梅林关城市更新项目拆迁补偿协议之补充协议。根据补充协议，联合置地公司对梅观公司增加9120平方米的回迁办公楼物业补偿，用于补偿梅林关城市更新项目涉及梅观公司所属物业，预期梅观公司将在未来获得价值约4.56亿元的实物补偿，2018年公司以该未来价值的现值确认资产处置收益约3.43亿元。

总体看，跟踪期内，受贵龙开发项目交房数量减少影响，公司房地产业务收入有所下降，但随着贵龙开发项目的持续推进，该板块收入规模有望增长。

（4）其他业务

环保业务

公司积极探索产业转型，逐步开展环保业务。

2016年12月，公司子公司深圳高速投资有限公司（以下简称“投资公司”）参与深汕特别合作区南门河综合治理项目（“南门河综合治理项目”），在总投资不超过人民币3.2亿元的情况下，与中交天津航道局有限公司组建联合体共同参与南门河综合治理项目的投资、建设及管理，项目完工后由深汕合作区开发建设公司进行回购。截至2018年底，该项目用地预审等前期报批工作正在有序推进中，具备作业条件的工程已基本完成，已完成超过66%的总体形象进度。

2017年5月，公司全资子公司深圳高速环境有限公司（以下简称“环境公司”）与重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资

产”）于重庆签订了产权交易合同，环境公司以44.09亿元向水务资产收购重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20%股权，德润环境主要业务为水处理和垃圾焚烧。2018年该股权投资确认投资收益1.62亿元。

2017年4月，公司以6189万元认购深圳市水务规划设计院有限公司（以下简称“水规院”）增资后的15%股权。同年7月，协议正式签署完成。水规院作为水环境治理领域专业机构，能够为公司在开拓环保业务方面产生积极影响。

2018年10月，环境公司与苏伊士集团旗下的升达亚洲合资成立了深圳高速苏伊士环境有限公司（以下简称“苏伊士环境公司”，注册资本为人民币1亿元，其中环境公司持股51%）。该公司的成立，将可发挥双方优势，有效促进双方在工业环保等领域的业务拓展和合作。

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

公司通过收购股权、合资等方式积极拓展环保产业板块，未来该板块将为公司贡献一定的收入及投资收益。

广告业务

公司通过全资持股的广告公司开展收费公路两旁和收费广场的广告牌出租、广告代理、设计制作及相关业务。除经营、发布高速公路沿线自有媒体外，广告公司近年还进一步开展市区主干道户外媒体业务，同时也为客户提供品牌策划及推广方案。2018年，公司广告收入为0.94亿元，同比有所增长。

3. 未来发展

公司将继续坚持市场化导向和创新驱动，把握时代机遇，整固并提升收费公路主业，积极探索并确定新的产业方向，实现公司的可持续发展。鉴于国内交通基础设施及城市综合开发、大环保产业良好的发展前景与巨大商机，以及商业模式、核心竞争力的匹配度，公司基本确定重点关注上述两个产业发展方向，实施新项目，积极探索并实践公司业务的转型发展，保障业务经营的平稳与可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

截至2019年3月底，公司合并范围包括31家子公司。跟踪期内，公司新增3家子公司（其中通过同一控制下企业合并新增1家子公司、新设立2家子公司），同时减少1家子公司。由于同一控制下企业合并影响公司财务报表多个科目，故公司2017年数据采用2018年期初数。

截至2018年底，公司资产总额411.01亿元，所有者权益195.40亿元（含少数股东权益21.53亿元）。2018年，公司实现营业收入58.07亿元，利润总额45.45亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额404.34亿元；所有者权益合计200.20亿元（含少数股东权益21.65亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入13.31亿元，利润总额6.30亿元。

截至2018年底，公司母公司资产总额231.22亿元，所有者权益147.29亿元。2018年，公司母公司实现营业收入15.55亿元，利润总额40.28亿元。

截至2019年3月底，公司母公司资产总额223.72亿元，所有者权益149.40亿元。2019年

1—3月，公司母公司实现营业收入1.85亿元，利润总额2.36亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额411.01亿元，同比下降6.62%，主要系长期股权投资以及无形资产下降所致；公司资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产占比下降至81.67%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	55.56	12.62	75.32	18.33	66.15	16.36
货币资金	42.60	9.68	42.27	10.28	49.50	12.24
其他应收款	0.42	0.09	15.80	3.84	0.64	0.16
非流动资产	384.59	87.38	335.69	81.67	338.19	83.64
长期股权投资	90.64	20.59	78.59	19.12	80.05	19.80
无形资产	274.64	62.40	235.96	57.41	235.65	58.28
资产合计	440.15	100.00	411.01	100.00	404.34	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

流动资产

2018年底，公司流动资产75.32亿元，同比增长35.58%，主要系其他应收款增加所致。2018年底，公司货币资金42.27亿元，同比略有下降；其中受限资金16.46亿元，为项目委托工程管理专项账户资金²。2018年底，公司其他应收款15.80亿元，同比大幅增加15.39亿元，系新增应收政府三项目回购相关剩余补偿款和联合置地公司剩余减资款所致。2018年底，公司新增持有待售资产2.97亿元，系拟出售部分子公司100%股权及债权所致；新增合同资产1.67亿元，系确认应收代建业务款项所致；其他流动资产增加2.25亿元至2.64亿元，主要系公司新购入2亿元理财产品所致。

非流动资产

2018年底，公司非流动资产335.69亿元，同比下降12.72%，主要系长期股权投资和无形资产下降所致。2018年底，公司可供出售金融

² 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约定安排工程建设资金支付

资产下降为 0，新增其他非流动金融资产 1.80 亿元，主要系跟踪期内因采用新金融工具准则，将可供出售金融资产进行重分类，在报表上列示为“其他非流动金融资产”项目所致。2018 年底，公司长期股权投资 78.59 亿元，同比下降 13.30%，主要系跟踪期内公司对联合置地公司减资 22.05 亿元以及万科对联合置地公司增资所致。2018 年底，公司无形资产 235.96 亿元，同比下降 14.08%，主要系公司向深圳交委移交三项目减少无形资产以及同一控制下企业合并沿江公司增加无形资产所致。2018 年底，公司新增其他非流动资产 3.43 亿元，系确认梅观公司回迁物业补偿所致。

2018 年底，公司受限资产合计 202.04 亿元，占资产总额的 49.16%；其中受限货币资金 16.46 亿元、高速公路收费权质押 151.58 亿元、梅观公司股权 5.24 亿元、JEL 公司 45% 股权 2.76 亿元。

2019 年 3 月底，公司资产总额 404.34 亿元，资产结构仍以非流动资产为主。2019 年 3 月底，公司其他应收款大幅下降至 0.64 亿元，主要系应收政府三项目回购相关剩余补偿款和联合置地公司剩余减资款已于 2019 年 1 月收回所致；受此影响，公司货币资金较上年底增长 17.11% 至 49.50 亿元。2019 年 3 月底，公司新增使用权资产 1.26 亿元，系 2019 年公司开始实施新租赁准则所致。

跟踪期内，由于公司向深圳交委移交三项目以及对联合置地公司减资，公司资产规模有所下降；资产结构仍以非流动资产为主，受限资产规模大，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 195.40 亿元，同比增长 23.75%，主要系资本公积和未分配利润增加所致；所有者权益构成以股本（占 11.16%）、资本公积（占 31.83%）、盈余公积（占 12.70%）和未分配利润（占 28.78%）为主。

2018 年底，公司资本公积 62.19 亿元，同比增长 17.72%，主要系万科对联合置地公司增资带动公司资本公积增加所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 200.20 亿元，较上年底增长 2.46%；所有者权益构成较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中股本、资本公积和盈余公积占比较高，权益结构稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额为 215.61 亿元，同比下降 23.61%，主要系短期借款和其他非流动负债大幅下降所致；负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占比小幅上升至 71.96%。

2018 年底，公司流动负债 60.45 亿元，同比下降 31.44%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债下降所致。2018 年底，公司短期借款 1.17 亿元，同比大幅下降，主要系偿还短期借款所致；预收款项下降至 0，新增合同负债 8.59 亿元，主要系跟踪期内实施新收入准则，将预收的开发物业销售款由预收款项转入合同负债所致；应交税费增加 11.08 亿元至 13.53 亿元，主要系当年因三项目调整收费补偿及资产移交协议的安排确认企业所得税及增值税等所致；其他应付款下降 22.05% 至 23.97 亿元，主要系工程建设委托管理项目拨款结余减少所致；一年内到期的非流动负债下降 76.19% 至 3.79 亿元，主要系一年内到期的与三项目和沿江货运调整收费相关的补偿款与一年内到期的长期债券减少所致。

2018 年底，公司非流动负债 155.16 亿元，同比下降 20.06%，主要系其他非流动负债大幅下降所致。2018 年底，公司应付债券 46.33 亿元，同比增长 69.57%，主要系当年新发行规模合计 18 亿元的中期票据所致；预计负债下降至 0，系公司自 2019 年 1 月 1 日开始将不再拥有三项目的收费公路权益，也不再承担相应的管理和养护责任，因此冲回三项目养护责任预计负债所致；递延收益 4.39 亿元，同比增长 207.26%，主要系新增深圳市人民政府针对因南

光、盐排新建站未来运营成本的补偿所致；其他非流动负债 1.28 亿元，同比减少 52.34 亿元，主要系公司向深圳交委移交三项目减少其他非流动负债所致。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 139.23 亿元，同比下降 12.54%；长期债务占比上升至 97.15%，公司有息债务仍以长期债务为主。债务指标方面，受偿还有息债务影响，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均有所下降，2018 年底分别为 52.46%、41.61% 和 40.91%。

表 8 公司债务构成及债务负担情况

(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	36.90	3.97	7.14
长期债务	122.29	135.26	131.66
全部债务	159.20	139.23	138.80
资产负债率	64.13	52.46	50.49
全部债务资本化比率	50.21	41.61	40.94
长期债务资本化比率	43.65	40.91	39.67

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

注：已将一年内到期的非流动负债中无息部分从债务中剔除

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 138.80 亿元，较上年底下降 0.31%；公司有息债务结构仍以长期债务为主。债务指标方面，2019 年 3 月底，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底均有所下降，分别为 50.49%、40.94% 和 39.67%。

从有息债务期限分布来看，公司 2019 年 4—12 月、2020 年和 2021 年分别需偿还有息债务规模 6.88 亿元、2.37 亿元和 37.99 亿元。2021 年公司存在集中偿付压力。

总体看，跟踪期内，受偿还有息债务影响，公司债务规模有所下降，整体债务负担减轻。

4. 盈利能力

跟踪期内，由于通行费收入以及受托管理服务收入增长，公司营业收入稳定增长，2018 年为 58.07 亿元，同比增长 11.45%。公司营业利润率有所提高，2018 年为 49.92%。

公司期间费用仍以财务费用为主，2018 年为 12.84 亿元，同比增长 35.72%，主要系财务费用增加所致。2018 年，公司期间费用占营业收入的比例上升 3.95 个百分点至 22.11%。2018 年，公司财务费用 10.55 亿元，同比增长 42.12%，主要系汇率变动带来汇率损失所致。总体看，期间费用对公司利润形成一定侵蚀。

非经常性损益方面，2018 年，公司投资收益 5.56 亿元，同比增长 5.06%；其中权益法核算的对联营企业的投资收益 5.20 亿元。同期，公司实现资产处置收益 22.27 亿元，主要包括三项目处置确认的收益（19.61 亿元）和梅观公司回迁物业补偿确认收益等。非经常性损益对公司利润总额贡献较大。

表 9 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
营业收入	52.10	58.07
投资收益	5.29	5.56
资产处置损益	-0.19	22.27
利润总额	18.83	45.45
营业利润率	47.18	49.92
总资本收益率	7.64	13.86
净资产收益率	9.52	18.32

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

盈利指标方面，受非经常性损益增加带动净利润增加影响，跟踪期内公司总资本收益率和净资产收益率均不断提高，2018 年分别为 13.86% 和 18.32%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.31 亿元，相当于 2018 年全年水平的 22.91%；利润总额 6.30 亿元。

跟踪期内，受通行费收入以及受托管理服务收入增长影响，公司营业收入稳定增长；非经常性损益增加带动净利润显著增长，公司盈利能力不断增强，整体盈利能力很强。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年公司经营活动产生的现金流入 57.83 亿元，同比增长 13.64%；伴随公司营业收入的增长，销售商品、提供劳务

收到的现金同比增长 13.73%，为 56.78 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是收回三项目新建站延迟开通运营成本补偿等。2018 年，公司经营活动现金流出 25.61 亿元，同比增长 21.15%，主要系支付土地二级开发款及土地出让金等增加导致支付其他与经营活动有关的现金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 32.22 亿元。

收入实现质量方面，2018 年公司现金收入比为 97.77%，依然保持较高水平。公司收入实现质量高。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	50.89	57.83
经营活动现金流出	21.14	25.61
经营活动净现金流	29.75	32.22
现金收入比	95.81	97.77
投资活动净现金流	-55.54	9.58
筹资活动净现金流	-0.01	-34.84

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 33.83 亿元，主要包括收回投资收到的现金（收到的联合置地公司的减资款）和收到其他与投资活动有关的现金（主要为理财产品赎回收到的现金）。2018 年，公司处置子公司及其他营业单位收到的现金为 1.81 亿元，主要系收到的贵州悦龙的股权转让价款。2018 年，公司投资活动现金流出 24.25 亿元，主要包括购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（主要为购买理财产品）。2018 年，公司投资活动现金流量净额为 9.58 亿元。

从筹资活动来看，公司主要通过借款方式筹集资金，2018 年筹资活动现金流入 52.56 亿元，主要为取得借款收到的现金（52.52 亿元）。公司筹资活动现金支出主要是偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2018 年为 87.40 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为-34.84 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净

额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 5.61 亿元、4.50 亿元和 -1.87 亿元。其中，公司收到其他与经营活动有关的现金 9.45 亿元，主要为收到的政府三项目回购相关剩余补偿款；收回投资收到的现金 5.88 亿元，为收到的联合置地公司的减资款。

跟踪期内，公司收入实现质量保持高水平，投资活动受收回联合置地公司减资款事项影响大。由于偿还大规模有息债务，公司筹资活动呈现净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，受流动负债规模下降影响，跟踪期内公司流动比率和速动比率均较上年底快速上升，2018 年底分别为 124.60% 和 114.86%。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较上年底进一步增长至 126.61% 和 116.66%。2018 年底和 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别相当于短期债务的 10.76 倍和 6.94 倍。2018 年，公司经营现金流动负债比为 53.30%。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 72.50 亿元，全部债务/EBITDA 为 1.92 倍，EBITDA 利息倍数为 6.42 倍。总体看，公司整体偿债能力极强。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 16.54 亿元，担保比率为 8.26%。被担保单位为中国建设银行深圳市分行和深高速·茵特拉根小镇一期客户。公司于 2007 年发行 15 年期企业债，该债券由中国建设银行深圳市分行提供担保，公司向其进行反担保，担保金额 8 亿元；公司董事会批准为购买深高速·茵特拉根小镇项目的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，公司对其担保余额为 8.54 亿元。总体看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 275 亿元，其中尚未使用额度 130 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，具有畅

通的直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司资产总额为 231.22 亿元，同比下降 5.49%。母公司资产占合并口径资产总额的 56.26%。其中，流动资产为 39.13 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产为 192.10 亿元，主要由长期应收款和长期股权投资构成。

截至 2018 年底，公司母公司所有者权益为 147.29 亿元，同比增长 34.48%。其中，股本、资本公积和盈余公积合计占 53.92%。

截至 2018 年底，公司母公司负债总额为 83.93 亿元，同比下降 37.88%，主要系其他非流动负债大幅下降所致；主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。公司母公司 2018 年底资产负债率为 36.30%，同比下降 18.93 个百分点。

2018 年，公司母公司实现营业收入 15.55 亿元，占合并口径营业收入的 26.77%。营业成本为 3.95 亿元。公司母公司 2018 年净利润为 34.31 亿元，同比大幅增加 23.56 亿元，主要来自资产处置收益的增长。

总体看，公司母公司资产总额占合并口径的比例适中，对合并口径营业收入的贡献较低。

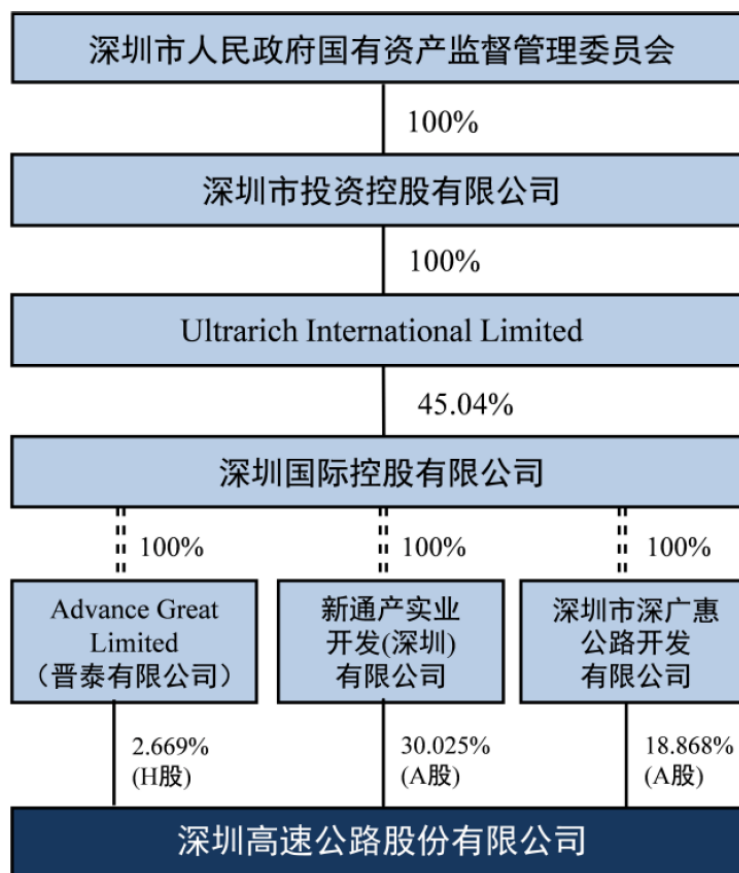
十、存续期债券偿债能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“18 深圳高速 MTN001”和“18 深圳高速 MTN002”，债券余额合计 18 亿元。2018 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对公司上述存续债券的覆盖倍数分别为 4.03 倍和 1.79 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对“18 深圳高速 MTN001”和“18 深圳高速 MTN002”合计本金的保障能力强。

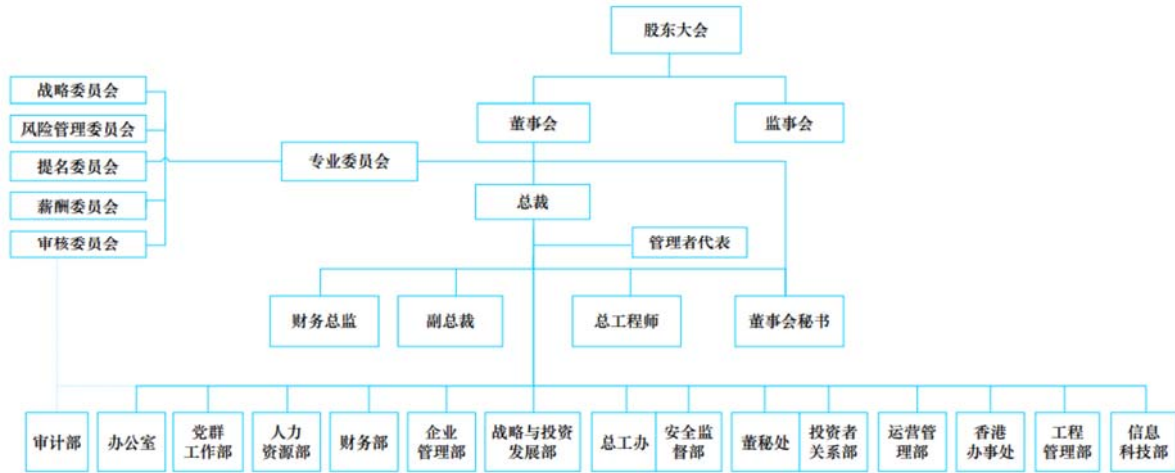
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“18 深圳高速 MTN001”和“18 深圳高速 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底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	湖南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	深高速（深汕特别合作区）基建环保开发有限公司	100.00	基建环保工程
15	深高速（广州）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

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.42	42.60	42.72	49.61
资产总额(亿元)	323.85	440.15	411.01	404.34
所有者权益(亿元)	147.11	157.89	195.40	200.20
短期债务(亿元)	10.99	36.90	3.97	7.14
长期债务(亿元)	55.26	122.29	135.26	131.66
全部债务(亿元)	66.24	159.20	139.23	138.80
营业收入(亿元)	45.32	52.10	58.07	13.31
利润总额(亿元)	16.22	18.83	45.45	6.30
EBITDA(亿元)	34.82	43.93	72.50	--
经营性净现金流(亿元)	21.27	29.75	32.22	5.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.50	13.51	29.18	--
存货周转次数(次)	3.86	4.29	4.81	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.14	--
现金收入比(%)	91.30	95.81	97.77	91.85
营业利润率(%)	42.65	47.18	49.92	48.08
总资本收益率(%)	9.12	7.64	13.86	--
净资产收益率(%)	8.95	9.52	18.32	--
长期债务资本化比率(%)	27.31	43.65	40.91	39.67
全部债务资本化比率(%)	31.05	50.21	41.61	40.94
资产负债率(%)	54.57	64.13	52.46	50.49
流动比率(%)	167.21	63.01	124.60	126.61
速动比率(%)	153.35	56.21	114.86	116.66
经营现金流动负债比(%)	44.45	33.74	53.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.90	3.62	1.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.54	4.67	6.42	--

注：1. 2018 年公司实施同一控制下企业合并，影响财务报表多个科目，2017 年数据采用 2018 年期初数；2. 一年内到期的非流动负债中无息部分已从债务中剔除；3. 2019 年一季度财务数据未经审计

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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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
 企业执行新会计准则后, 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