

信用等级公告

联合〔2020〕1572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”和“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

二〇二〇年六月十三日



深圳高速公路股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
18 深圳高速 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 深圳高速 MTN002	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 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/07/30
18 深圳高速 MTN002	8 亿元	8 亿元	2023/08/15

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

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

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

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

评级观点

深圳高速公路股份有限公司(以下简称“公司”)是深圳市最重要的高速公路投资建设和运营管理主体。2019 年, 公司控股路产的车流量及通行费收入保持增长; 公司通过并购将大环保业务布局进一步延伸至风力发电及餐厨垃圾处理领域, 双主业发展的格局基本形成, 进一步带动资产及收入规模增长。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 受 2020 年新冠疫情影响, 公司通行费收入短期内有所下降, 公司在建及拟建高速公路项目存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来, 随着外环 A 段及沿江二期项目通车运营, 公司高速公路运营里程有望进一步增长, 收入规模及盈利能力或将提升, 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”和“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, 是广东省重要的交通枢纽, 跟踪期内公司发展的外部环境良好。2019 年, 深圳市实现地区生产总值 26927.09 亿元, 比上年增长 6.7%。
2. 公司控股路产地理位置优越, 单公里通行费收入水平高, 区域经济持续发展、路网协同效益提升等因素带动公司 2019 年车流量保持增长。
3. 跟踪期内, 公司通过并购完善了大环保业务布局, 进一步稳固了收费公路和大环保双主业的战略发展方向。

分析师：赵传第 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

关注

1. 收费公路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。2020年新冠肺炎疫情防控期间全国免收高速公路车辆通行费，公司一季度通行费收入同比大幅下降。公司在建及拟建高速公路项目存在一定的资本支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	42.60	42.72	48.06	51.94
资产总额(亿元)	440.15	411.01	449.24	480.75
所有者权益(亿元)	157.89	195.40	207.23	209.74
短期债务(亿元)	41.82	4.97	10.01	20.44
长期债务(亿元)	122.29	135.26	159.25	174.84
全部债务(亿元)	164.11	140.22	169.26	195.28
营业收入(亿元)	52.10	58.07	61.86	4.54
利润总额(亿元)	18.83	45.45	24.44	-2.26
EBITDA(亿元)	43.66	71.75	45.03	--
经营性净现金流(亿元)	29.75	32.22	17.51	-4.37
现金收入比(%)	95.81	97.77	87.56	109.93
营业利润率(%)	47.18	49.92	42.54	-11.43
净资产收益率(%)	9.52	18.32	12.24	--
资产负债率(%)	64.13	52.46	53.87	56.37
全部债务资本化比率(%)	50.97	41.78	44.96	48.21
流动比率(%)	63.01	124.60	118.29	113.26
速动比率(%)	56.21	114.86	107.13	102.55
经营现金流动负债比(%)	33.74	53.30	27.03	--
现金短期债务比(倍)	1.02	8.60	4.80	2.54
EBITDA利息倍数(倍)	4.78	6.80	6.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.76	1.95	3.76	--

公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	244.64	231.22	275.73	298.71
所有者权益(亿元)	109.53	147.29	145.41	144.71
全部债务(亿元)	66.14	55.00	104.66	131.78
营业收入(亿元)	14.62	15.55	8.47	0.54
利润总额(亿元)	11.64	40.28	14.02	-0.90
资产负债率(%)	55.23	36.30	47.26	51.56
全部债务资本化比率(%)	37.65	27.19	41.85	47.66
流动比率(%)	26.30	149.06	108.45	125.27
经营现金流动负债比(%)	37.20	33.90	-1.02	--

注：1. 2017年数据采用2018年期初数；2. 其他流动负债中有息部分调至短期债务，长期应付款中有息部分调至长期债务；3. 公司2020年一季度财务数据未经审计

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
18 深圳高速 MTN001、18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/05/31	赵传第 任黛云 马颖	收费公路行业企业信用评级方法（2018年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 深圳高速 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/08/08	杨明奇 任黛云	高速公路行业信用评级方法（2017年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 深圳高速 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/07/09	杨明奇 金晔 任黛云	高速公路行业信用评级方法（2017年） 高速公路行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

深圳高速公路股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、经营范围、组织结构未发生变化。公司是香港联合交易所、上海证券交易所上市公司。截至 2020 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。深圳国际控股有限公司（以下简称“深圳国际”）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%）合计持有公司 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）。

截至 2019 年底，公司资产总额 449.24 亿元，所有者权益 207.23 亿元（含少数股东权益 23.49 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 61.86 亿元，利润总额 24.44 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 480.75 亿元，所有者权益合计 209.74 亿元（含少数股东权益 27.31 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.54 亿元，利润总额-2.26 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，公司由联合资信评级的存续债券包括“18深圳高速MTN001”和“18深圳高速MTN002”，债券余额合计 18 亿元，债券信息详情见表 1。跟踪期内公司已按时支付债券利息，存续债券的募集资金已按计划使用完毕。

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：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8

规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三

产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年

一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改

革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体

经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

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

(1) 行业概况

依据《中华人民共和国公路法》，公路按其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。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

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

受高铁、航空等分流影响，2018—2019年，中国公路运输分别完成营业性客运量136.72亿人和130.12亿人，同比分别下降6.2%和4.8%；分别完成旅客周转量9279.68亿人公里和8857.08亿人公里，同比分别下降5.0%和4.6%。2019年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为25.06%，较上年下降2.05个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019年，中国公路运输完成营业性货运量343.55亿吨、货物周转量59636.39亿吨公里，同比分别增长4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019年，中国高速公路货物运输量达171.57亿吨，同比

增长6.8%。2020年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降59.4%和22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比93.08%。

（2）行业政策

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

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

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

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面

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

2020年初，受新冠病毒疫情影响，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）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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

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

（3）行业特点

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

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资11504亿元，增长15.4%，增速较2018年（7.7%）明显上升，创2011

年以来最大增幅。

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

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69亿元，通行费收支缺口3857.30亿元，比上年增长86.31亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018年收入对利息支出的覆盖倍数约2倍）。

（4）未来发展

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

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，中国高速公路货车流

量将保持平稳增长。

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

2. 区域经济环境

公司控股路产主要集中在广东省深圳市，广东省及深圳市的经济、交通运输发展对公司影响较大。2019年，深圳市经济及公路客货运指标均保持增长，2020年一季度受新冠疫情疫情影响经济出现下滑。

广东省

根据《2019年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2019年，广东省实现地区生产总值107671.07亿元，比上年增长6.2%。人均地区生产总值94172元（按年平均汇率折算为13651美元），增长4.5%。广东省公路通车里程呈增长趋势，2019年底广东省公路通车里程22.0万公里，其中高速公路里程9495公里，比上年底增长5.5%。2019年，广东省公路旅客运输总量101012万人，同比下降4%；公路旅客运输周转量1092.97亿人公里，同比下降2.5%。2019年，广东省公路货物运输总量319279万吨，同比增长4.8%；公路货物运输周转量4113.62亿吨公里，同比增长5.7%。

2020年一季度，广东省完成地区生产总值22518.67亿元，同比下降6.7%。公路旅客运输量11608万人，为去年同期的44.8%；公路货物运输量35997万吨，为去年同期的72.3%。

深圳市

深圳市位于广东省南部，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，拥有吞吐量为全球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，深圳市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。公司作为深圳市高速公路行业的龙头企业，未来发展前景广阔。

根据《深圳市2019年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019年，深圳市实现地区生产总值26927.09亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值25.20亿元，增长5.2%；第二产业增加值10495.84亿元，增长4.9%；第三产业增加值16406.06亿元，增长8.1%。2019年，深圳市人均地区生产总值203489元，增长3.0%，按2019年平均汇率折算为29498美元。2019年，深圳市固定资产投资比上年增长18.8%。其中，房地产开发投资增长15.9%，非房地产开发投资增长21.0%。

截至2019年底，深圳市境内公路总里程735.77公里，其中高速公路426.46公里。交通运输方面，2019年，深圳市公路旅客运输总量6373.31万人，比上年增长3.9%；公路旅客运输周转量132.59亿人公里，比上年增长4.6%。2019年，深圳市公路货物运输总量25402.73万吨，比上年增长3.2%；公路货物运输周转量407.16亿吨公里，比上年增长3.9%。

2020年一季度，深圳市完成地区生产总值5785.60亿元，同比下降6.6%。其中，第一产业增加值为5.21亿元，下降9.8%；第二产业增加值为1929.80亿元，下降14.1%；第三产业增加值为3850.58亿元，下降1.8%。

六、基础素质分析

公司主要从事高速公路投资建设运营与环保业务，跟踪期内参控股路产未发生变化，

大环保业务布局进一步完善。同时，公司计划非公开定向增发H股股票，若增发成功，将进一步增强公司的资本实力。

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。公司是深圳市全面实施中央政府与香港、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，公司无新增路产。截至2020年3月底，公司投资的高速公路项目共16个，其中控股路产10条、参股路产6条；总里程合计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。

表3 截至2020年3月底公司控股路产情况

（单位：公里、%）

路产名称	位置	收费里程	车道数量	控股比例	收费到期时间
梅观高速	深圳	5.4	8	100	2027.03
机荷西段	深圳	21.8	6	100	2027.03
机荷东段	深圳	23.7	6	100	2027.03
清连高速	广东	216.0	4	76.37	2034.07
武黄高速	湖北	70.3	4	100	2022.09
水官高速	深圳	20.0	10	50	2027.02
沿江项目	深圳	36.6	8	100	2038.12
益常高速	湖南	78.3	4	100	2033.12
长沙环路	湖南	34.7	4	51	2029.10
外环项目	深圳	60.0	6	100	--
合计		566.8	--	--	--

注：1. 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；2. 外环项目处于在建状态

资料来源：公司提供

表4 截至2020年3月底公司参股路产情况

（单位：公里、%）

路产名称	位置	收费里程	参股比例	收费到期时间
水官延长段	深圳	6.3	40	2027.02
阳茂高速	广东	79.8	25	2027.07
广梧项目	广东	37.9	30	2027.11
江中项目	广东	39.6	25	2027.08
广州西二环	广东	40.2	25	2030.12
南京三桥	江苏	15.6	25	2030.10
合计	--	219.4	--	--

资料来源：公司提供

大环保产业方面，跟踪期内，公司通过收购、增资等形式先后控股南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）、包头市南风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）以及蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”），大环保业务布局延伸至风力发电、餐厨垃圾处理领域。

重大事项：2020年1月10日，公司召开第八届董事会第二十三次会议，审议通过非公开发行不超过3亿股（含）H股股票。本次发行股票每股面值1.00元，具体发行时间为在得到中国证券监督管理委员会等相关监管机构核准以及香港联合交易所有限公司对本次发行上市批准后，公司在核准/批准的有效期和条件内选择适当时机实施。发行对象包括控股股东深圳国际及/或其指定的除公司及公司控股子公司以外的其他子公司（以下简称“深国际及相关认购方”），以及其他非关连人士的合格投资者。深国际及相关认购方认购规模不低于本次发行股票总数39%的股份（含）。本次发行募集资金在扣除发行相关费用后将用于公路、环保等主营业务的投资、偿还公司及控股子公司的债务以及补充营运资金等用途。若H股股票增发成功，公司资本实力将进一步增强。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91440300279302515E），截至2020年5月13日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

重大诉讼方面，蓝德环保及其子公司德州蓝德再生资源有限公司与中国五洲工程设计有限公司就德州市餐厨废弃物资源利用和无害化处理项目及德州市生活垃圾处理厂渗沥液处理项目总承包工程产生仲裁及诉讼，涉诉金额9283.87万元。上述仲裁及诉讼事项主要系蓝德环保在收购之前已存续的仲裁及诉讼，公司在收购时已预估了可能发生的资金支付并在对价中予以考虑，同时在收购协议中约定因本次交易完成前的事项造成蓝德环保损失的，由原股东承担。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会秘书罗琨因工作变动原因离任，由副总裁龚涛涛兼任董事会秘书；财务总监文亮被选举委任为公司执行董事。

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

跟踪期内，通行费收入仍为公司主要收入来源。2019年，受盐排高速、盐坝高速及南光高速(以下简称“三项目”)不再核算收入影响，公司通行费收入规模同比下降；新增的风电板块对营业收入贡献较大。由于风电板块毛利率水平相对较低，2019年公司综合毛利率水平有所下降。2020年一季度，受新冠病毒肺炎疫情的影响，公司通行费收入同比大幅下降，综合毛利率降至负值。

公司主要从事收费公路及大环保产业的投资、建设及经营管理。2019年，公司实现营业收入61.86亿元，同比增长6.52%，增长主要来自大环保业务。各业务板块看，2019年，公

司实现通行费收入45.69亿元，同比下降9.81%，主要系三项目不再核算通行费收入。同比数扣除三项目2018年收入影响，公司通行费收入同比增长5.32%。2019年，公司新增大环保业务收入5.99亿元，主要是由于跟踪期内南京风电及包头南风纳入公司合并范围，新增风机设备销售收入(5.11亿元)及风力发电收入(0.88亿元)；房地产开发收入为4.57亿元，同比增长59.94%，主要受贵龙开发项目开发及交付进度影响；委托管理服务收入为3.76亿元，同比增长52.85%，主要为随着项目建设进度推进，委托代建收入增加以及新增南光高速、盐坝高速、盐排高速和龙大高速(以下简称“四条路”)政府回购后委托管养服务收入。

2019年，由于收费公路业务毛利率水平略有下降并且新增的环保业务毛利率水平相对较低，公司综合毛利率水平同比下降7.35个百分点至43.43%。其中，收费公路业务毛利率小幅下降但仍保持较高水平，2019年为50.30%；环保业务毛利率为28.21%；房地产开发业务毛利率同比上升4.91个百分点至44.15%，主要是因为市场行情较好及公司加强成本管控；由于2018年部分项目完工结算确认收益较多，委托管理服务毛利率快速下降至5.21%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务类型	2018年			2019年			2020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	50.66	87.24	52.83	45.69	73.87	50.30	3.18	69.94	-23.52
大环保业务	0.00	0.00	0.00	5.99	9.68	28.21	0.76	16.84	17.92
房地产开发	2.86	4.92	39.24	4.57	7.39	44.15	0.00	0.00	0.00
委托管理服务	2.46	4.24	25.32	3.76	6.08	5.21	0.26	5.67	45.20
广告	0.94	1.61	20.09	0.56	0.90	7.80	0.11	2.49	16.60
其他业务	1.15	1.98	68.83	1.28	2.07	-5.39	0.23	5.06	-6.18
合计	58.07	100.00	50.78	61.86	100.00	43.43	4.54	100.00	-10.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2020年1—3月，公司实现营业收入4.54亿元，同比下降65.87%，相当于2019年全年的7.34%，主要是受疫情及疫情期高速公路免收通行费政策影响，通行费收入同比下降71.30%至3.18亿元；同期，公司综合毛利率为-10.77%，

主要受疫情期间收入下滑而折旧、人工等支出刚性导致收费公路毛利率为负的影响。

2. 业务经营分析

(1) 高速公路投资与经营业务

跟踪期内公司无新增路产。2019年，控股

路产车流量及通行费收入保持增长；受疫情影响，2020年一季度，公司通行费收入大幅下降。随着在建沿江二期及外环A段的建成通车，公司收费公路里程及通行费收入将进一步增长。未来在建及拟建高速公路项目尚需投入规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

截至2020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501.1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、广东省其他地区及湖南省。

表6 2019年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		通行费收入	同比增长
	2019年	同比增长	2019年	同比增长		
梅观高速	112	11.6	383	9.1	139744	9.10
机荷西段	228	2.7	1830	2.0	667663	1.94
机荷东段	305	5.9	2105	1.4	768241	1.37
清连高速	48	11.5	2293	10.0	837016	10.03
武黄高速	58	9.3	1130	7.1	412534	7.08
水官高速	229	4.7	1786	2.8	652022	2.78
沿江高速	100	10.3	1459	14.6	532571	14.58
益常高速	50	-2.2	1106	-1.2	403518	-1.21
长沙环路	44	22.1	428	8.4	156146	8.41

注：日均混合车流量数据中不包括节假日免费通行的车流量
资料来源：公司2019年年度报告

分路段来看，跟踪期内从莞高速（从化—东莞）东莞段于2019年1月开通，促进了梅观高速车流量的增长。2019年梅观高速通行费收入较上年增长9.10%，日均车流量同比增长11.6%，梅观高速运营平稳向好。

机荷高速车流量呈饱和状态，跟踪期内公司对其实施客货车车道分离措施，以提升其通行能力。2019年，机荷东段和机荷西段通行费收入分别同比增长1.37%和1.94%。

公司于2018年2月完成对沿江项目收购，同期，深圳市交通运输委员会（以下简称“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运车流量增长的带动作用已逐步显现。2019年，沿江项目通行费收入同比增长14.58%。

水官高速因2019年上半年实施边坡维修

工程，全年通行费收入增长2.78%。许广高速于2018年9月全线贯通，促进了清连高速车流量的提升；清远大桥实施交通管制、汕昆高速龙怀段于2018年底的开通也对清连高速车流量的提升产生正面影响。2019年，清连高速日均车流量及路费收入同比分别增长11.5%及10.03%。

2019年，受周边城市汽车保有量增长、周边路网不断完善等因素的综合影响，武黄高速的通行费收入保持稳定增长；因受到周边新开通的马安高速、德汉大道分流影响，以及交通管制、治理超限超载等政策实施的持续作用，益常高速日均车流量和路费收入同比有所下降；在治理超限超载政策实施、相邻路段实施差异化收费政策导致分流、交通管制政策实施、周边路网不断完善以及沿线商圈功能变化等因素的综合作用下，长沙环路日均车流量及路费收入同比保持增长。

2019年，公司单公里通行费收入为911.88万元，同比下降9.81%，主要由于三项目不再核算收入。2019年，公司总资产周转率为0.14

次，较上年保持稳定。2020年一季，公司单公里通行费收入为63.38万元，较去年同期水平（221.16万元）明显下降。

跟踪期内，公司运营的高速公路收费标准和计价依据无变化。

截至2020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、广东省其他地区和江苏省。受分流、路段改扩建施工等因素影响，2019年，公司多数参股高速公路通行费收入均有不同程度下滑，公司权益法核算的高速公路联营企业投资收益同比下降20.48%至2.20亿元。

截至2019年底，公司主要在建控股路产包括外环A段项目和沿江二期项目，预计总投资75.00亿元，已完成投资35.80亿元，2020—2022年公司分别计划投资11.97亿元、17.88亿元及0.17亿元。

外环项目是公司按照PPP模式投资的收

费公路项目，其中，外环A段一期总里程约50.74公里，二期总里程约9.35公里。外环项目是目前深圳高速公路网规划中最长的高速公路，建成后将与深圳区域的10条高速公路和8条一级公路互联互通，该项目工程规模大，桥梁隧道多，交通组织复杂，施工管理要求高。截至2019年底，外环项目完工进度约67%，土地征收和拆迁工作已基本完成，正全面开展路基、桥梁桩基、隧道和路面等工程施工，预计外环A段一期将于2020年底通车。

沿江二期项目预计总投资额61.90亿元，其中10.00亿元由公司出资，剩余由深圳市财政委员会直接拨付至沿江公司。截至2019年底，沿江二期完工进度约40%。其中，土地征收工作已全部完成，并已完成约97%房屋拆迁工作，目前正在全面开展桩基、墩柱、桥梁等施工工程。

表7 截至2019年底公司主要在建控股路产项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期限	总投资	已投资	未来三年投资计划		
				2020年	2021年	2022年
外环A段项目	2016—2021	65.00	35.50	11.79	17.71	0.00
沿江二期	2018—2024	10.00	0.30	0.18	0.17	0.17
合计	--	75.00	35.80	11.97	17.88	0.17

注：1. 上表中外环A段项目和沿江二期项目二期总投资为公司应出资部分；2. 沿江二期项目于2015年开始建设，但由公司自建部分为2018年开始

资料来源：公司提供

考虑到机荷高速车流量呈饱和状态，加之相连的三项目及清平高速二期免费通行对其车流量产生诱增作用，机荷高速高峰期车流拥堵，公司2018年1月开展机荷高速改扩建项目初步设计等前期工作。截至2019年底，公司已按最新方案完成了机荷高速改扩建项目的工程可行性研究报告修编，并全面推进项目用地预审与选址、环评等专项工作，项目预计总投资额尚未明确。

此外，公司参股路产阳茂高速正在实施改扩建，该项目计划总投资86.40亿元，其中资本金30.24亿元（公司按持股比例25%出资7.56亿元），计划于2022年完工。截至2019年底，阳茂高速已完成项目主线的用地交付，正在进行路基、预制梁场建设、软基处理、桥梁桩基及路

面等主体施工工程。

（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，跟踪期内收入规模快速增长，毛利率水平有所下滑。

2019年，公司委托管理服务收入3.76亿元，同比增长52.85%，主要是因为随着项目建设进度推进，委托代建收入增加以及新增四条路政府回购后委托管养服务收入。

代建业务

委托代建业务主要是公司依托所积累的项目管理经验，为委托方提供工程项目管理服务并获得一定工程管理费用，并根据完工百分比法确认相关收入。截至2019年底，公司主要在

建的代建项目包括深圳地区的外环 A 段项目、货运组织调整项目和龙华市政段项目等。

外环 A 段项目是公司重点代建项目，全长约 60.09 公里，预计总投资 203.10 亿元。2016 年 3 月，深圳交委与公司全资子公司深圳市外环高速公路投资有限公司（以下简称“外环公司”）签署特许经营权合同；同时公司、外环公司及深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特建发”）签订共建协议。根据协议，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 2019 年底，外环 A 段项目已投资 125.51 亿元，完工进度约 67%，土地征收和拆迁工作已基本完成，正全面开展路基、桥梁桩基、隧道和路面等工程施工，预计外环 A 段一期将于 2020 年底通车。

朵花项目系 2018 年 3 月龙里县政府、贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙

实业”，控股股东为龙里县政府）与公司控股子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）合作的市政项目，项目预计总投资 9.92 亿元，建设期 3 年，运行期 7 年。其中，贵深公司负责筹集项目建设资金及统筹建设管理工作，贵龙实业按约定向贵深公司支付项目费用；项目费用包括工程费用（工程费用在 7 年运行期内平均支付）及投资回报（以贵龙实业尚未支付的工程费用为本金，自朵花项目实际竣工之日起计，年度投资回报率按每期工程费用支付日，中国人民银行公布的同期五年以上贷款基准利率上浮 40% 确定）。截至 2019 年底，朵花项目已完成投资 3.61 亿元，完工约 38% 的形象进度，临建工程已建设完成，并已基本完成桥梁桩基、承台、路基土石方等基础工程。

截至 2019 年底，公司主要在建代建项目预计总投资额 240.44 亿元，尚需投资金额 93.17 亿元。公司代建项目中除朵花项目及外环 A 段项目部分由公司出资，其余项目资金筹措方式主要由委托方出资，公司代建项目资金支出压力相对较小。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 8 截至 2019 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	资金筹措方式	已投资	未来三年投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
外环 A 段项目	2014—2021	203.10	委托方及外环公司出资	125.21	24.80	36.59	16.50
德政路项目	2014—2014	2.09	委托方出资	1.79	0.30	0.00	0.00
梅观新建收费站及配套项目	2014—2015	3.23	委托方出资	3.06	0.17	0.00	0.00
龙大市政段项目	2014—2015	2.18	委托方出资	1.93	0.25	0.00	0.00
观澜人民路-梅观高速节点工程	2015—2017	1.54	委托方出资	1.41	0.13	0.00	0.00
货运组织调整项目	2016—2021	14.74	委托方出资	8.39	2.13	3.40	0.60
龙华市政项目	2018—2020	3.64	委托方出资	1.87	0.98	0.06	0.60
朵花项目	2018—2021	9.92	公司出资	3.61	2.36	3.24	0.48
合计	--	240.44	--	147.27	31.12	43.29	18.18

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，其中公司已投资额为 35.50 亿元；2. 德政路项目、梅观新建收费站及配套项目、龙大市政段项目及观澜人民路-梅观高速节点工程均已完工交付使用，但结算手续尚未完成，仍列示在建项目里；2020 年将要支出的款项为后续支付结算款
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司拟建的代建项目为深汕生态环境科技产业园基础设施及配套项目（以下简称“深汕环境园项目”），该项目计划总投资107.40亿元，由深圳市人民政府出资，2020—2022年分别计划投资1.00亿元、16.00亿元及36.00亿元。公司可按一定比例获得代建基本管理服务费，暂定金额为2.27亿元。截至2019年底，公司正在推进深汕环境园项目各工程的勘察设计等前期服务招标工作。

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，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%股权委托公司代为经营管理，委托管理费为877万元/年（2008年1月至2018年12月，委托管理费为1800万元/年；2019年1月1日深圳交委提前收回龙大高速部分路段收费公路权益，相应委托管理费有所调整）。

2019年6月，公司与子公司深圳高速运营发展有限公司组成联合体中标2019年四条路综合管养项目，承接四条路未来三年的管养工作，合同一年一签，委托管理费暂定9706.18万元，首期合同期限由2019年6月11日起至2020年6月10日止。

（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业务。跟踪期内，贵龙土地开发项目运行情况良好，公司通过转让土地、二级开发等多种方式实现资金回笼。

随着贵龙城市大道及周边基础设施的完善

以及整个贵龙城市经济带的开发，公司预期龙里区域土地有较好的增值空间。为有效降低贵龙项目及朵花大桥项目款项回收风险并获取预期收益，公司通过子公司贵深公司积极参与龙里区域土地的竞拍。截至2019年底已成功竞拍土地约3005亩（约200万平方米），其中贵龙项目土地约2770亩，成交金额约为9.61亿元；朵花大桥项目土地约235亩，成交金额约1.18亿元。截至2019年底，贵龙项目土地中约1610亩的权益已转让，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2019年底，茵特拉根小镇一期（约247亩）推出的313套住宅已全部销售并基本交付使用；茵特拉根小镇二期（约389亩）第一阶段工程共推出的238套住宅已全部销售并回款，并已全部交付使用，二期第二阶段工程主要为商业配套物业，已全部建设完工，共推出95套商业物业，已签约销售并回款及交付使用57套；茵特拉根小镇三期（约229亩，相当于15.3万平方米）已投入建设，其中三期第一阶段工程拟推出271套住宅，已签约销售并回款217套，预期将于2020年底前完工，三期第二阶段工程拟为商业配套物业，2019年已开工建设。贵深公司对剩余土地开发的规划和设计工作正在进行中。

2019年，公司房地产开发收入4.57亿元，主要来源于茵特拉根小镇项目二期第一阶段工程及第二阶段工程。

表9 2018—2019年茵特拉根小镇项目开发及销售情况（单位：亩、平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	2018年签约销售面积	2018年结转收入金额	2019年签约销售面积	2019年结转收入金额
一期第一阶段工程	112.31	39535	--	--	--	--
一期第二阶段工程	134.43	37851	--	1.11	--	--
二期第一阶段工程	177.12	54886	4788	1.75	373.64	4.11
二期第二阶段工程	20.02	9172	3273	--	--	0.46
二期第三阶段工程	192.29	38458	--	--	--	--

三期第一阶段工程	161.93	58019	40302	--	6820.57	--
合计	798.10	237921	48363	2.86	7194.21	4.57

资料来源：公司提供

为快速回笼资金，实现土地的市场价值，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2019年底，该项交易已完成，公司已收回约56700万元的土地转让款，计入投资收益。

此外，公司与深圳国际（通过其全资子公司新通产公司）、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“联合置地公司”），三方分别持股34.3%、35.7%和30%，联合置地公司主要为梅林关更新项目的申报及实施主体。

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）。该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，预售套数830余套，保障房面积约4.2万平米；项目二期预计住宅可售面积约6.8万平方米；项目三期预计住宅可售面积约6.3万平方米，并设有约19万平方米的办公及商务公寓综合建筑；此外该项目总体规划了约3.45万平方米的商业配套物业。截至2019年底，项目一期和风轩832套住房已全部销售并回款；项目二期和雅轩于2019年9月底启动销售，截至2019年底已累计认购及签约510余套，签约率达75%；项目三期正在进行相关报建及前期基础工程。2019年，联合置地公司为公司带来投资收益3.77亿元。

（4）大环保业务

跟踪期内，公司先后控股南京风电、包头南风以及蓝德环保，大环保业务布局逐渐延伸至风力发电、餐厨垃圾处理领域。

近年来，公司通过参股、新设、并购、增

资等多种方式涉及水处理、垃圾焚烧、风力发电、餐厨垃圾处理等领域。

表 10 公司通过并购实现的大环保业务布局

（单位：亿元）

收购时间	收购标的	收购价格	被收购公司主要业务
2017.05	重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）20%股权	44.09	水处理和垃圾焚烧
2017.07	深圳市水务规划设计院有限公司增资后的15%股权	0.62	水环境治理
2019.03	南京风电科技有限公司51%股权	5.10	风力发电机组生产、销售
2019.09	包头市南风风电科技有限公司67%股权	13.52	风力发电
2020.01至今	以不超过8.10亿元获得蓝德环保不超过16000万股股份，持股比例不超过68.10%。截至跟踪评级日，公司持有蓝德环保约64.05%的股份		餐厨垃圾处理

注：除收购外，公司2018年10月还合资成立了深圳高速苏伊士环境有限公司，并持股51%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年3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。截至2019年底，环境公司持有南京风电51%股权，南京风电自2019年起纳入公司合并范围。南京风电主要负责研发、生产和销售大型风力发电机组以及风电场的投资运营，截至2019年底总资产21.56亿元，所有者权益7.59亿元。2019年（仅指合并日后），南京风电实现风电设备销售收入5.11亿元。

2019年9月，公司以0.67元的价格收购包头南风67%股权，并为包头南风约13.52亿元债务承担股东责任，跟踪期内该项交易已经完成，包头南风自2019年9月17日起纳入公司合并报表范围。包头南风主要从事内蒙古自治区五个风力发电厂的的投资、经营和管理，拥有165台风力发电机组，总装机容量247.5MW，经核准的上网电价为0.49元/千瓦时。截至2019年底，包

包头南风总资产21.24亿元，所有者权益0.37亿元。2019年（仅指合并日后），包头南风实现风力发电收入0.88亿元。

2020年1月，环境公司签订《关于收购蓝德环保科技集团股份有限公司不超过68.1045%股份之增资及股份转让协议》（以下简称“协议”），根据协议，环境公司将以每股5.06元的价格分次受让蓝德环保不超过7500万股股份，并认购蓝德环保8500万股新发行股份，总金额不超过80960万元。蓝德环保自2020年1月20日纳入公司合并范围，截至跟踪评级日，公司持有蓝德环保约64.05%股份。蓝德环保主营以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理技术研发、核心设备制造、投资建设及运维等业务，持有以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理BOT/PPP项目16个，有机垃圾处理规划规模超过3000吨/日。2020年一季度（仅指合并日后），蓝德环保实现收入0.37亿元。

3. 未来发展

公司已确定收费公路和大环保双主业的战略发展方向，同时积极拓展基础设施建设、城市综合开发及金融服务等领域业务。公司通过充分发挥自身的专业管理经验和创新能力，并借助良好的融资平台，逐步实现产业升级转型和双主业协同发展，形成公司在经营发展中的竞争优势。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019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2020年一季度财务报表未经审计。

会计估计变更方面，2019年4月1日起，公司采用未来适用法根据更新后的未来车流量预测调整梅观高速、机荷高速西段及机荷高速东段的单位摊销额。该会计估计变更约增加2019年净利润0.36亿元。

截至2020年3月底，公司合并范围包括75家子公司。2019年，公司新增16家子公司（系包头南风、南京风电及各自下属子公司），同时处置4家子公司；2020年1—3月，公司新增32家子公司（包括蓝德环保及其下属子公司以及新设立的汤原县宁风风力发电有限公司及佳木斯市南风永发电力有限公司）。合并范围变化将对公司财务数据的可比性产生一定影响。

截至2019年底，公司资产总额449.24亿元，所有者权益207.23亿元（含少数股东权益23.49亿元）。2019年，公司实现营业收入61.86亿元，利润总额24.44亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额480.75亿元；所有者权益合计209.74亿元（含少数股东权益27.31亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入4.54亿元，利润总额-2.26亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受收购南京风电、包头南风等影响，公司资产规模保持增长，资产构成仍以收费公路特许经营权及股权投资为主，受限资产规模较大，整体资产质量较好。

2019年底，公司资产总额449.24亿元，较上年底增长9.30%，主要系固定资产和长期股权投资增加所致；资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产占比小幅上升至82.94%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	75.32	18.33	76.66	17.06	87.26	18.15
货币资金	42.27	10.28	47.33	10.54	50.88	10.58
应收账款	1.75	0.42	7.22	1.61	7.06	1.47

存货	5.89	1.43	7.23	1.61	8.25	1.72
非流动资产	335.69	81.67	372.58	82.94	393.49	81.85
长期股权投资	78.59	19.12	87.06	19.38	87.37	18.17
固定资产	8.40	2.04	28.32	6.30	27.84	5.79
无形资产	235.96	57.41	234.94	52.30	255.39	53.12
资产合计	411.01	100.00	449.24	100.00	480.75	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 76.66 亿元，较上年底小幅增长 1.78%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

2019 年底，公司货币资金 47.33 亿元，较上年底增长 11.98%；主要由银行存款构成，另有受限资金 18.01 亿元（包括项目委托工程管理专项账户资金 14.60 亿元、应付票据承兑保证金 1.32 亿元及受监管的股权收购款 2.10 亿元）。

2019 年底，公司应收账款 7.22 亿元，较上年底大幅增长 313.58%，主要系南京风电纳入公司合并范围。公司应收账款主要为应收风力发电和风机销售收入等，前五名欠款单位欠款合计占 92.60%，集中度高；账龄主要集中在 1 年以内（占 95.53%）；累计计提坏账准备 0.02 亿元，计提比例为 0.30%。

2019 年底，公司合同资产 4.51 亿元，较上年底增长 170.25%，主要系朵花项目代垫应收款增加。

2019 年底，公司其他应收款 3.74 亿元，较上年底下降 76.32%，主要是收到政府三项目相关税费和联合置地公司剩余减资款及利息。公司其他应收款主要为应收代垫款项、押金及保证金等。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 372.58 亿元，较上年底增长 10.99%，主要系长期股权投资和固定资产增加所致。公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产和无形资产。

2019 年底，公司长期股权投资 87.06 亿元，较上年底增长 10.78%，增长主要来自权益法下确认的投资收益以及对广东阳茂高速公路有

限公司等单位的增资。被投资单位主要包括联合置地公司（13.92 亿元）、德润环境（45.25 亿元）以及广东阳茂高速公路有限公司等高速公路企业。

2019 年底，公司固定资产 28.32 亿元，较上年底大幅增长 237.16%，主要受包头南风纳入公司合并范围以及不停车收费系统改造投资完工转入固定资产影响。

公司无形资产主要为特许经营无形资产（占 99.41%），2019 年底账面原值 364.15 亿元，累计计提摊销 91.11 亿元和减值准备 38.10 亿元。同期，公司无形资产较上年底略有下降至 234.94 亿元，主要是受到外环高速及沿江高速等项目投入增加无形资产 16.76 亿元、本期计提摊销 13.47 亿元、水官高速计提减值准备 5.52 亿元¹等因素综合影响。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产为 199.57 亿元，占资产总额的 44.43%。其中，受限货币资金 18.01 亿元，高速公路收费权质押 160.14 亿元（对应借款余额为 86.63 亿元），质押深圳市梅观高速公路有限公司 100% 权益（账面价值 5.22 亿元）为长期债券提供的反担保，质押捷 JEL 公司 45% 权益用于短期借款质押，质押包头南风达茂旗项目风电场设备 13.59 亿元及土地使用权 0.19 亿元用于售后回租债务抵押。公司受限资产规模较大。

2020 年 3 月底，公司资产总额 480.75 亿元，较上年底增长 7.02%，主要是受无形资产增加影响；资产结构仍以非流动资产为主。

¹ 2015 年，公司收购清龙公司 10% 股权，水官高速成为公司控股路产，收购对价中包含对水官高速改扩建后收费期限延长的判断。2019 年，公司预计清龙公司申请延长收费期限获批的可能性很小，对水官高速进行减值测试并计提减值准备

2020年3月底，公司无形资产较上年底增长8.71%至255.39亿元，主要系蓝德环保纳入公司合并范围所致。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益207.23亿元，较上年底增长6.06%，主要来自利润累积；所有者权益构成较上年底变动不大，以股本（占10.52%）、资本公积（占30.02%）、盈余公积（占12.63%）和未分配利润（占31.07%）为主。

2020年3月底，公司所有者权益规模及构成较上年底变化不大。其中，少数股东权益较上年底增长16.28%至27.31亿元，主要是因为控股子公司蓝德环保纳入公司合并范围。

负债

2019年底，公司负债总额为242.00亿元，较上年底增长12.24%，增长主要来自其他应付款和长期应付款；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73.22%。

受其他应付款、短期借款及应付账款增加与应交税费下降等因素综合影响，2019年底，公司流动负债较上年底增长7.21%至64.81亿元。公司流动负债主要包括应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

2019年底，公司其他应付款30.16亿元，较上年底增长25.83%，主要是新增应付取消省界收费站项目款、应付南京风电股权收购款（2.10亿元）等。

2019年底，公司非流动负债177.20亿元，较上年底增长14.20%，主要受新增长期应付款影响。公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。

2019年底，公司长期借款90.32亿元，较上年底小幅增长1.56%。公司长期借款主要为质押借款（占94.49%），质押物主要为清连高

速、外环高速及沿江高速公路收费权，年利率集中在3.91%~4.90%之间，借款期限主要为5年以上。

2019年底，公司新增长期应付款22.17亿元，具体包括融资租赁借款（占26.47%）及向联合置地公司的有息借款（占73.53%，3年期借款，年利率为3.65%）。本报告已将长期应付款有息部分调至长期债务。

2020年3月底，公司负债总额271.01亿元，较上年底增长11.99%，主要系新发行债券及蓝德环保纳入公司合并范围所致。同期，公司应付账款较上年底增长26.55%至12.29亿元，主要由于蓝德环保纳入公司合并范围。

有息债务方面，受新增融资租赁借款及联合置地公司借款、短期借款等因素影响，2019年底，公司全部债务169.26亿元，较上年底增长20.71%；债务结构仍以长期债务为主，长期债务占比小幅下降至94.09%。债务指标方面，跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅上升，2019年底分别为53.87%、44.96%和43.45%。

表12 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	4.97	10.01	20.44
长期债务	135.26	159.25	174.84
全部债务	140.22	169.26	195.28
资产负债率	52.46	53.87	56.37
全部债务资本化比率	41.78	44.96	48.21
长期债务资本化比率	40.91	43.45	45.46

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

受新发债券及蓝德环保纳入公司合并范围影响，2020年3月底，公司全部债务较上年底增长15.37%至195.28亿元，债务结构仍以长期债务为主。债务指标方面，2020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上升，分别为56.37%、48.21%和45.46%。

从有息债务期限分布来看，2020年4—12月、2021年及2022年，公司分别需偿还有息

债务 16.73 亿元、36.19 亿元和 30.42 亿元。2021 年公司存在集中偿付压力。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入保持增长，投资收益对利润贡献较大，整体盈利能力很强。受新冠疫情影响，2020 年一季度公司收入大幅下降。

跟踪期内，由于新增环保收入、房地产开发及委托管理服务收入增加，公司营业收入稳定增长，2019 年为 61.86 亿元，同比增长 6.52%。受环保业务毛利率相对较低、委托管理服务毛利率下降等因素综合影响，公司营业利润率有所下降，2019 年为 42.54%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主。受益于利息支出下降，2019 年公司财务费用同比下降 45.69% 至 5.73 亿元；受此影响，期间费用占营业收入的比例下降 6.44 个百分点至 15.67%。

2019 年，公司投资收益 12.43 亿元，同比大幅增长 123.67%，增长主要来自权益法核算的投资收益以及处置子公司产生的投资收益。

表 13 公司获得的投资收益情况（单位：亿元）

项目		2018 年	2019 年
权益法核算产生的投资收益	高速公路联营企业	2.76	2.20
	联合置地公司	-0.06	3.55
	重庆德润环境有限公司	1.62	1.93
	其他	0.89	1.32
处置子公司产生的投资收益		0.72	2.62
其他		-0.37	0.81
合计		5.56	12.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司实现公允价值变动收益 0.81 亿元，系交易性金融资产公允价值变动产生的收益以及水官高速收购或有对价调整收益（0.26 亿元）。同期，公司资产减值损失 5.52 亿元，系水官高速特许经营无形资产减值所致。

2019 年，公司利润总额 24.44 亿元，同比大幅下降，主要系 2018 年实现资产处置收益 22.27 亿元。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	58.07	61.86
投资收益	5.56	12.43
资产处置损益	22.27	0.00
利润总额	45.45	24.44
营业利润率	49.92	42.54
总资本收益率	13.60	8.11
净资产收益率	18.32	12.24

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降 5.49 个百分点、6.08 个百分点至 8.11% 和 12.24%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.54 亿元，相当于 2019 年全年的 7.34%，主要系通行费收入受疫情期免费政策影响所致；利润总额-2.26 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，受新增南京风电采购支出、缴纳税费增加等因素影响，公司经营活动净现金流规模同比明显下降，投资活动和筹资活动均为净流出。

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为通行费收入、房地产预售款等，2019 年为 55.65 亿元，同比小幅下降。由于新增南京风电采购支出、缴纳税费增加，2019 年，公司经营活动现金流出同比增长 48.89% 至 38.13 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的委托建设项目开发垫款、保证金、代建管理费用支出等。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 17.51 亿元，同比下降 45.65%。

2019 年，公司现金收入比为 87.56%，同比有所下降，主要受南京风电风机设备的销售与回款存在一定时间差异影响。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	57.83	55.65
经营活动现金流出	25.61	38.13
经营活动净现金流	32.22	17.51
现金收入比	97.77	87.56

投资活动净现金流	9.58	-2.53
筹资活动净现金流	-34.84	-11.47

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2019年公司投资活动现金流入28.96亿元，主要包括处置固定资产、无形资产及其他资产收到的现金（主要为三项目政府回购相关剩余补偿款）、贵龙项目810亩土地转让款以及理财产品赎回收到的现金。2019年，公司投资活动现金流出31.49亿元，主要包括外环项目投资支出、股权投资支出、支付三项目相关税费和理财产品投资支出等。同期，公司投资活动现金流量净额为-2.53亿元。

从筹资活动看，2019年公司筹资活动现金流入74.30亿元，主要包括取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（联合置地公司借款和售后回租融资款）。公司筹资活动现金支出主要是偿还债务本息支出。2019年，公司支付其他与筹资活动有关的现金16.77亿元，系偿还融资租赁款（14.24亿元）等。2019年，公司筹资活动现金流量净额为-11.47亿元。

2020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-4.37亿元、-3.02亿元和14.58亿元。其中，新发行债券带动筹资活动净流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标均很强，综合考虑公司在深圳市高速公路领域的重要地位以及深圳市政府对公司的各项支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降，2019年底分别为118.29%和107.13%，2020年3月底分别为113.26%和102.55%。2019年底和2020年3月底，公司现金短期债务比分别为4.80倍和2.54倍。2019年，公司经营现金流动负债比为27.03%。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力看，2019年公司EBITDA为45.03亿元，全部债务/EBITDA为3.76倍，

EBITDA利息倍数为6.93倍。

截至2020年3月底，公司对外担保余额为14.55亿元，担保比率为6.94%。被担保单位包括中国建设银行深圳市分行以及深高速·茵特拉根小镇客户。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6.55亿元。总体看，公司或有负债风险较小。

截至2020年3月底，公司共获得银行授信额度287.18亿元，其中尚未使用额度143.25亿元，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，具有畅通的直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

2019年，公司母公司资产规模快速增长，构成以长期股权投资为主；扩大银行借款规模，债务负担有所加重。母公司营业收入主要为通行费收入，投资收益对利润贡献较大。

2019年底，母公司资产总额为275.73亿元，较上年底增长19.25%，主要来自长期股权投资的增长。其中，流动资产25.39亿元，主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产250.34亿元，主要由长期应收款和长期股权投资构成。

2019年底，母公司负债总额130.31亿元，较上年底大幅增长55.27%，主要来自长期借款和长期应付款的增长。母公司负债主要由其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019年底，母公司资产负债率为47.26%，较上年底上升10.96个百分点。

2019年底，母公司所有者权益145.41亿元，较上年底略有下降。所有者权益主要由股本、资本公积和未分配利润构成。

2019年，母公司营业收入8.47亿元，主要由通行费收入构成；利润总额14.02亿元，

其中投资收益 12.75 亿元。

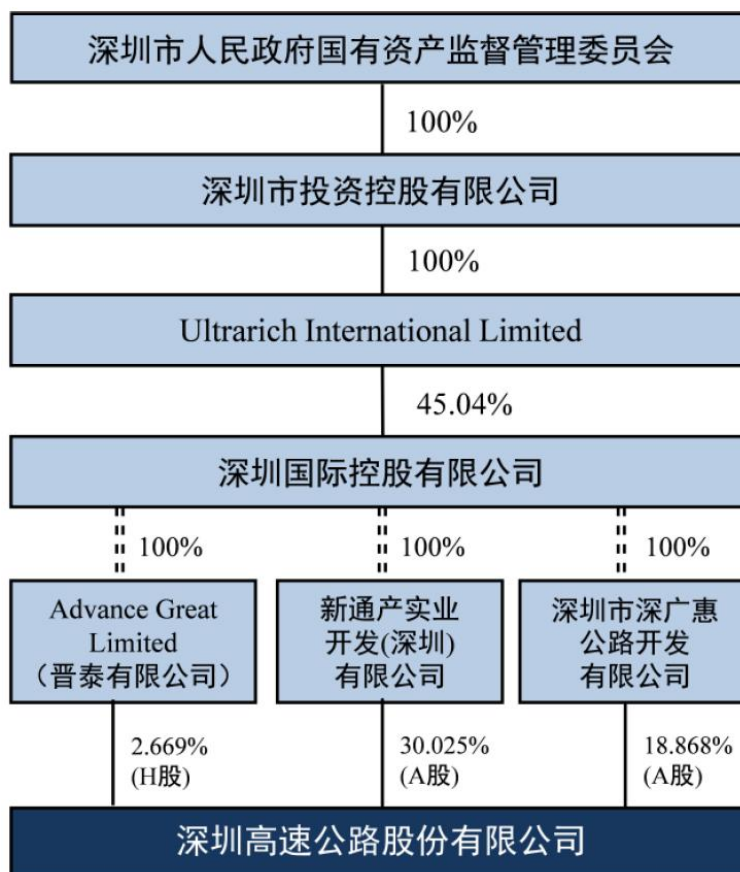
十、存续期债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“18深圳高速MTN001”和“18深圳高速MTN002”债券余额合计18亿元。2019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2.50倍和2.19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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 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
17	包头市南风风电科技有限公司	67.00	风力发电

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.60	42.72	48.06	51.94
资产总额(亿元)	440.15	411.01	449.24	480.75
所有者权益(亿元)	157.89	195.40	207.23	209.74
短期债务(亿元)	41.82	4.97	10.01	20.44
长期债务(亿元)	122.29	135.26	159.25	174.84
全部债务(亿元)	164.11	140.22	169.26	195.28
营业收入(亿元)	52.10	58.07	61.86	4.54
利润总额(亿元)	18.83	45.45	24.44	-2.26
EBITDA(亿元)	43.66	71.75	45.03	--
经营性净现金流(亿元)	29.75	32.22	17.51	-4.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.51	29.18	13.64	--
存货周转次数(次)	4.29	4.81	5.33	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.14	--
现金收入比(%)	95.81	97.77	87.56	109.93
营业利润率(%)	47.18	49.92	42.54	-11.43
总资本收益率(%)	7.44	13.60	8.11	--
净资产收益率(%)	9.52	18.32	12.24	--
长期债务资本化比率(%)	43.65	40.91	43.45	45.46
全部债务资本化比率(%)	50.97	41.78	44.96	48.21
资产负债率(%)	64.13	52.46	53.87	56.37
流动比率(%)	63.01	124.60	118.29	113.26
速动比率(%)	56.21	114.86	107.13	102.55
经营现金流动负债比(%)	33.74	53.30	27.03	--
现金短期债务比(倍)	1.02	8.60	4.80	2.54
EBITDA 利息倍数(倍)	4.78	6.80	6.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.76	1.95	3.76	--

注：1. 2017 年数据采用 2018 年期初数；2. 其他流动负债中有息部分调至短期债务，长期应付款中有息部分调至长期债务；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.76	12.68	13.72	21.36
资产总额(亿元)	244.64	231.22	275.73	298.71
所有者权益(亿元)	109.53	147.29	145.41	144.71
短期债务(亿元)	30.42	0.44	1.55	11.74
长期债务(亿元)	35.72	54.56	103.11	120.05
全部债务(亿元)	66.14	55.00	104.66	131.78
营业收入(亿元)	14.62	15.55	8.47	0.54
利润总额(亿元)	11.64	40.28	14.02	-0.90
EBITDA(亿元)	16.71	44.71	17.79	--
经营性净现金流(亿元)	16.52	8.90	-0.24	0.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.09	23.47	45.20	--
存货周转次数(次)	419.42	232.78	232.62	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.03	--
现金收入比(%)	54.28	48.32	94.22	74.55
营业利润率(%)	61.40	73.97	63.34	16.49
总资本收益率(%)	7.32	17.95	6.69	--
净资产收益率(%)	9.81	23.29	9.36	--
长期债务资本化比率(%)	24.59	27.03	41.49	45.34
全部债务资本化比率(%)	37.65	27.19	41.85	47.66
资产负债率(%)	55.23	36.30	47.26	51.56
流动比率(%)	26.30	149.06	108.45	125.27
速动比率(%)	26.26	148.99	108.42	125.25
经营现金流动负债比(%)	37.20	33.90	-1.02	--
现金短期债务比(倍)	0.22	28.53	8.83	1.82
全部债务/EBITDA(倍)	3.96	1.23	5.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.90	22.22	5.71	--

注：1. 其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 长期应付款中有息部分调至长期债务；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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