跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕800 号

深圳高速公路股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳高速公路股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳高速公路股份有限公司公开发行的“20 深高 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
www.unitedratings.com.cn

深圳高速公路股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 深高 01	14.00 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2020/03/10

跟踪评级时间：2020 年 4 月 28 日

主要财务数据：

合并口径		
项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	411.01	449.24
所有者权益（亿元）	195.40	207.23
长期债务（亿元）	136.54	159.25
全部债务（亿元）	141.51	169.26
营业收入（亿元）	58.07	61.86
净利润（亿元）	35.79	25.36
EBITDA（亿元）	71.75	45.03
经营性净现金流（亿元）	32.22	17.51
营业利润率（%）	49.92	42.54
净资产收益率（%）	20.26	12.60
资产负债率（%）	52.46	53.87
全部债务资本化比率（%）	42.00	44.96
流动比率（倍）	1.25	1.18
EBITDA 全部债务比（倍）	0.51	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	6.93
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.12	3.22
公司本部（母公司）		
资产总额（亿元）	231.22	275.73
所有者权益（亿元）	147.29	145.41
全部债务（亿元）	55.00	104.66
营业收入（亿元）	15.55	8.47
净利润（亿元）	34.31	13.61
资产负债率（%）	36.30	47.26
全部债务资本化比率（%）	27.19	41.85
流动比率（倍）	1.49	1.08

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 将其他非流动负债和长期应付款纳入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）作为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，运营路产质量高，2019 年车流量和通行费收入整体呈上升趋势。此外，公司收购包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）67%股权，通过并购和增资获得南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）51%股权，已收购蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”）53.21%股权，实现业务多元化。同时，联合评级也关注到公司存在一定资金支出压力、高速公路运营受政策因素影响较大等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着外环 A 段及沿江二期项目完工运营，公司高速公路运营里程有望进一步增长。此外，公司拟非公开发行 H 股股票，若增发成功，有利于增强公司资本实力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 深高 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**公司拥有的路产质量高，2019 年车流量和通行费收入整体有所增长。**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，控股及参股路产质量高，运营情况良好。2019 年，车流量和通行费收入整体有所增长。

2．**公司以收购形式拓展环保业务，涉及风力发电、垃圾处理等领域。**公司收购包头南风 67%股权，通过并购和增资获得南京风电 51%股权，已收购蓝德环保 53.21%股权，业务拓展至环保产业，实现多元化经营。

3．**公司债务结构良好，债务负担较轻。**公司债务以长期债务为主，整体债务负担较轻。

关注

1. **公司高速公路业务受政策因素影响较大。**受2020年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，公司短期内通行费收入将有所下降。

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

分析师

崔　莹　登记编号（R0040218080002）
张　蔚　登记编号（R0040219020002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

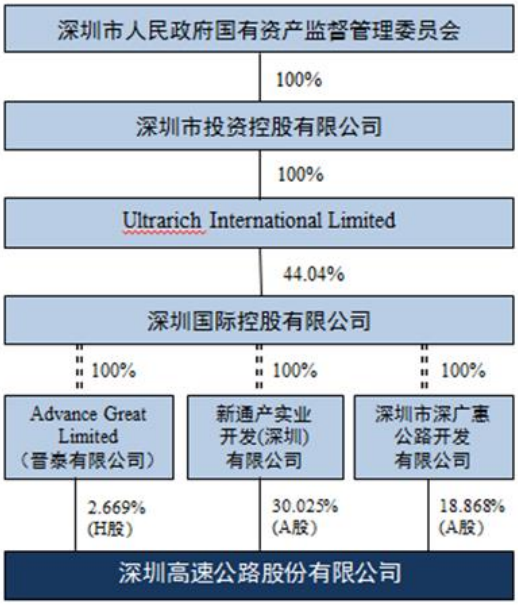
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）于 1996 年 12 月注册成立，初始注册资本 12.68 亿元，后于 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。截至 2019 年底，公司股权结构图如图 1 所示，深圳国际控股有限公司（以下简称“深国际”）通过其全资子公司新通产实业开发（深圳）有限公司（以下简称“新通产公司”）、深圳市深广惠公路开发有限公司及 Advance Great Limited（晋泰有限公司）间接持有公司合计 51.561%股份，为公司的控股股东。公司实际控制人仍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”）。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围无变化。

截至 2019 年底，公司本部设运营管理部、工程管理部、审计部、纪检监察室、新能源事业部等 17 个职能部门；公司拥有 43 家子公司，在职员工合计 4,889 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 449.24 亿元，负债总额 242.00 亿元，所有者权益 207.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 183.75 亿元。2019 年，公司实现营业收入 61.86 亿元，净利润 25.36 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 24.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.51 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。

二、债券发行及募集资金使用情况

经证监许可〔2019〕2262 号文核准，公司获准向合格投资者发行不超过 50 亿元（含）的公司债券。公司发行“深圳高速公路股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）”（以下简称“本次债券”），发行起始日为 2020 年 3 月 19 日，截止日为 2020 年 3 月 20 日，实际

发行规模 14.00 亿元，债券简称为“20 深高 01”，债券代码为 163300.SH。本次债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；起息日期为 2020 年 3 月 20 日，票面利率为 3.05%。本次债券按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券扣除相关费用后募集资金净额 13.98 亿元，截至本报告出具日，募集资金已使用 12.35 亿元，用于偿还公司债务。本次债券尚未到达付息日。

三、高速公路行业分析

高速公路行业发展整体稳定向好。短期内，受新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策的实施，高速公路企业经营和财务状况将会遭受较大冲击。长期看，《交通强国建设纲要》对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至 2018 年底，中国高速公路里程 14.26 万公里，较年初增加 0.61 万公里。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用品属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府部门主导且经营模式主要为 BOT 模式。在资本金投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至 2018 年底，全国高速公路累计债务余额 53,666.19 亿元，较上年增长 7.62%，其中银行贷款余额占 84.55%。

公路运输经济运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。2018 年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续 2017 年下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长，但增速有所下降。2018 年，公路完成客运量 136.72 亿人，较上年下降 6.2%，旅客周转量 9,279.68 亿人公里，较上年下降 5.0%；完成货运量 395.69 亿吨，较上年增长 7.3%，货物周转量 71,249.21 亿吨公里，较上年增长 6.7%。2019 年，公路客运量为 130.12 亿人，较上年下降 4.8%；公路货运量 416.06 亿吨，较上年增长 5.1%。

从通行费收入看，公路货运表现较好，带动全国收费高速公路通行费收入增速提高。2018 年，我国高速公路实现通行费总收入 5,168.38 亿元，较上年增长 8.75%，在收费公路通行费总收入中占 93.08%。

从行业政策看，《交通强国建设纲要》作为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。此外，新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策的实施，对高速公路企业经营和财务状况产生较大冲击。

2020 年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，预计未来收费公路行业整体经营仍将维持该态势。同时，《交通强国建设纲要》的发布，明确了建设交通强国战略，我国交通基础施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

四、公司管理

跟踪期内，公司董事会秘书罗琨于 2019 年 8 月离任，由公司副总裁龚涛涛兼任董事会秘书。公司财务总监文亮于 2019 年 3 月兼任公司董事。

跟踪期内，公司对管理制度进行完善和补充，无重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，通行费收入仍是公司营业收入的最主要来源。2019 年，公司新增风电设备销售收入和风力发电收入，拓展环保业务的收益有所显现。公司营业收入有所增长，毛利率水平有所下降但仍较高。

从营业收入构成来看，通行费收入仍是公司营业收入最主要来源。2019 年，公司通行费收入较上年下降 9.81%，主要系盐坝高速、盐排高速和南光高速剩余的高速公路权益被提前收回，公司不再核算其相关收入[1]。扣除盐坝高速、盐排高速和南光高速 2018 年收入影响，公司通行费收入较上年增长 5.32%。受贵龙开发项目开发及交付进度影响，2019 年公司房地产开发收入有所增长。公司委托管理服务收入持续增长，2019 年委托管理服务收入较上年增长 52.85%，主要系项目建设进度推进带动收入增长，以及新增四条路政府回购后委托管养服务收入所致。2019 年，公司新增风电设备销售收入和风力发电收入，系公司合并南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）和包头市南风风电科技有限公司（以下简称“包头南风”）所致。公司其他收入主要为广告收入及政府回购路段的运营补偿等，整体规模不大。

表 1　2018－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	50.66	87.24	52.83	45.69	73.87	50.30
房地产开发收入	2.86	4.92	39.24	4.57	7.39	44.15
委托管理服务收入	2.46	4.24	25.32	3.76	6.08	5.21
风电设备销售收入	--	--	--	5.11	8.26	22.61
风力发电收入	--	--	--	0.88	1.42	60.68
其他收入	2.09	3.60	46.96	1.84	2.98	-1.29
合计	**58.07**	**100.00**	**50.78**	**61.86**	**100.00**	**43.43**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，公司通行费收入板块毛利率变动不大，公司房地产开发业务毛利率较上年增加 4.91 个百分点，主要系市场行情较好及公司加强成本管控所致。委托管理服务业务毛利率较上年大幅下降 20.11 个百分点，主要系 2018 年部分项目完工结算，确认收益较多所致。新增的风电设备销售业务和风力发电业务毛利率分别为 22.61%和 60.68%。其他业务毛利率较上年大幅减少 48.25 个百分点，主要系 2018 年底确认三项目新建站延迟开通补偿收入所致。受上述因素综合影响，2019 年公司综合毛利率较上年减少 7.35 个百分点。

[1]盐排高速、盐坝高速及南光高速自 2016 年 2 月 7 日零时起实施免费通行，公司按协议约定的方法计算并确认此三条高速公路项目的收入。

2. 高速公路投资与运营业务

公司控股及参股高速公路路产质量高，2019 年，公司路产车流量及路费收入整体有所增长。受 2020 年新冠肺炎疫情防控期间全国高速公路车辆通行费免收政策影响，短期内公司通行费收入将有所下降。

截至 2019 年底，公司控股及参股的高速公路项目共 16 个，所投资或运营的高速公路里程数按权益比例折算约 546 公里，全部为经营性高速公路，其中 65.7 公里尚在建设中，具体情况如下表所示。公司经营和投资的高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区，此外，公司通过股权并购向其他省份拓展，目前所投资的项目地处湖北、湖南和江苏并位于或连接三省的省会城市武汉、长沙及南京，区位优势明显。

2019 年，公司无新增路产。移交路产方面，2018 年底深圳市交通运输局（以下简称“深圳交委”）提前收回了公司持有的盐坝高速、盐排高速和南光高速剩余高速公路权益并按约定给予现金补偿。公司于 2018 年底对盐坝高速、盐排高速和南光高速确认资产处置收益 19.61 亿元，自 2019 年起，公司不再拥有上述三条高速的高速公路权益。

高速公路改扩建方面，阳茂高速为公司参股路产，公司持有广东阳茂高速公路有限公司（以下简称“阳茂公司”）25%股权，2018 年 6 月公司与阳茂公司其他股东签订出资协议，根据出资协议，阳茂公司三名股东将按各自所持有的股份比例向其出资合共 30.24 亿元（其中公司应出资 7.56 亿元）作为阳茂高速改扩建项目的资本金，阳茂高速将按八车道标准进行改扩建，改扩建项目总投资金额约为 86.4 亿元，预计 2022 年完工。截至 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。

表 2　截至 2019 年底公司控股及参股高速公路收费公里情况（单位：%、公里、条）

收费项目	权益比例	控股/参股	位置	收费里程	车道数量	状况	收费到期日
广东省-深圳地区：							
梅观高速	100.00	控股	深圳	5.40	8	营运	2027.03
机荷东段	100.00	控股	深圳	23.70	6	营运	2027.03
机荷西段	100.00	控股	深圳	21.80	6	营运	2027.03
水官高速	50.00	控股	深圳	20.00	10	营运	2027.02
水官延长段	40.00	参股	深圳	6.30	6	营运	2027.02
沿江项目	100.00	控股	深圳	36.60	8	一期营运 二期在建	2038.12
外环 A 段项目	100.00	控股	深圳	60.00	6	在建	--
广东省-其他地区：							
清连高速	76.37	控股	广东	216.00	4	营运	2034.07
广梧高速	30.00	参股	广东	37.90	4	营运	2027.11
阳茂高速	25.00	参股	广东	79.80	4	营运	2027.07
江中项目	25.00	参股	广东	39.60	4	营运	2027.08
广州西二环	25.00	参股	广东	40.20	6	营运	2030.12
其他省份：							
武黄高速	100.00	控股	湖北	70.30	4	营运	2022.09
长沙环路	51.00	控股	湖南	34.70	4	营运	2029.10
南京三桥	25.00	参股	江苏	15.60	6	营运	2030.10
益常高速	100.00	控股	湖南	78.30	4	营运	2033.12

资料来源：公司年报

从车流量看，公司控股及参股高速公路除阳茂高速、广梧高速和益常高速外，日均车流量均有所增长。2019 年，阳茂高速日均车流量较上年下降 9.3%，主要系相临路段相继开通、阳茂高速部分路段改扩建施工影响所致；广梧高速日均车流量较上年下降 6.6%，主要系受云湛高速新阳二期（新兴－阳春）及广西梧州绕城高速的分流影响所致；益常高速日均车流量较上年下降 2.2%，主要系受周边新开通的马安高速（马迹塘－安化）、德汉大道（常德市政路）的分流，以及交通管制、治理超限超载政策实施影响所致。

从通行费收入看，深圳地区的高速公路日均路费收入均有所增长。阳茂高速、广梧高速和益常高速日均路费收入下降，与日均车流量变动一致。2019 年，江中项目和广州西二环的日均车流量较上年有所增长，但日均路费收入有所下降，主要系江中项目受南沙大桥开通、叠加虎门大桥实施交通管制、治理超限超载政策影响所致。广州西二环系佛山一环主线于 2019 年 1 月改造完工通车后尚未收费并取消货车限行，导致行驶广州西二环的短程车流量增长但全程过境货车大幅减少，同时相连的广佛肇高速道路正在改造带来一定的负面影响所致。

表 3　2018－2019 年公司控股及参股高速公路运营情况（单位：千辆次、千元）

公路名称	日均车流量		日均路费收入	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
广东省-深圳地区：				
梅观高速	100	112	351	383
机荷东段	289	305	2,076	2,105
机荷西段	222	228	1,794	1,830
沿江高速	90	100	1,273	1,459
水官高速	219	229	1,738	1,786
水官延长段	80	82	329	331
广东省-其他地区：				
清连高速	43	48	2,084	2,293
阳茂高速	51	46	1,771	1,524
广梧高速	39	37	869	796
江中项目	149	159	1,313	1,250
广州西二环	74	86	1,653	1,597
其他省份：				
武黄高速	53	58	1,055	1,130
益常高速	51	50	1,119	1,106
长沙环路	36	44	395	428
南京三桥	34	36	1,341	1,393

注：日均混合车流量数据不包括假日免费通行的车流量
资料来源：公司年报，联合评级整理

2019 年，公司运营的高速公路收费标准和计价依据较上年无变化。

2020 年 2 月，交通运输部发布《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路车辆通行费的通知》，经国务院同意，在新冠肺炎疫情防控期间，免收全国高速公路车辆通行费。免收通行费的时间范围为 2020 年 2 月 17 日起，至疫情防控工作结束。免收通行费的车辆范围为依法通行高速公路的所有车辆。受上述政策影响，短期内公司通行费收入将有所下降。

3. 委托代建/代管业务

跟踪期内，公司委托代建项目有序推进，代建项目中除朵花项目及外环 A 段项目部分需要公司出资，其余项目资金主要由委托方出资，公司代建项目资金支出压力相对较小。

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，公司主要代建项目预计总投资额 347.84 亿元，尚需投资金额 200.57 亿元。公司代建项目中除朵花项目及外环 A 段项目部分需要公司出资，其余项目资金筹措方式主要由委托方出资，公司代建项目资金支出压力相对较小。

表 4　截至 2019 年底公司主要代建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	建设年限	总投资	资金筹措方案	已投资	未来投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
外环 A 段项目	2014－2021	203.10	委托方出资及项目公司自筹	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	--	--
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	--	--
龙大市政段项目	2014－2015	2.18	委托方出资	1.93	0.25	--	--
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	--	--
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
深汕环境园项目	2020－2025	107.40	委托方出资	0.00	1.00	16.00	36.00
朵花项目	2018－2021	9.92	公司出资	3.61	2.36	3.24	0.48
合计	--	**347.84**	--	**147.27**	**32.12**	**59.29**	**54.18**

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，包含深圳市特区建设发展集团有限公司出资部分，125.21 亿元中公司已投资额为 35.50 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 0.30 亿元为后续支付结算款
资料来源：公司提供

外环 A 段项目为双向六车道，全长约 60.09 公里，预计总投资额 203.10 亿元。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。根据共建协议，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。其中公司及外环公司合共投入资金或安排融资 65 亿元，其余金额由特建发投入，但特建发不持有外环公司股权。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 段项目已实现投资 125.21 亿元，完工进度约 67%，土地征收和拆迁工作基本完成，正全面开展路基、桥梁桩基、隧道和路面等工程施工。

2018 年 3 月，公司子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）与贵州省贵龙县政府、贵州贵龙实业（集团）有限公司（以下简称“贵龙实业”）签订合作协议，贵深公司负责朵花项目的投融资、设计委托与管理。朵花项目包括但不限于朵花大桥（全长 1,260 米）及两侧道路工程的路基、路面等，全长约 2.2365 公里，预计总投资额为 9.92 亿元。朵花项目的建设期 3 年，运行期 7 年，工程费用在 7 年运行期平均支付。此外自朵花项目实际竣工日起，贵龙实业支付公司一定的投资回报，以尚未支付的工程费用为本金，以基准利率上浮 40%为年投资回报率计算。截至

2019 年底，朵花项目累计获得土地约 235 亩，成交金额 1.18 亿元；朵花项目已投资 3.61 亿元，已完成约 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。

2019 年 7 月，公司通过公开招标程序，承接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”）全过程代建管理业务。深汕环境园预计总投资额 107.40 亿元，由深圳市人民政府投资，预计 2025 年完成全部建设内容。公司可按一定比例获得代建基本管理服务费，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各工程的勘察设计等前期服务招标工作。

此外，公司凭借多年高速公路行业积累的经验，提供代管业务，实现一定委托代管收入。

公司与子公司深圳高速运营发展有限公司组成联合体，参与投标 2019 年南光高速、盐坝高速、盐排高速和龙大高速综合管养项目，并于 2019 年 6 月中标，合同价为 9,706.18 万元，合同服务期限为一年。

4. 土地项目开发与管理业务

（1）贵龙开发项目

公司贵龙开发项目逐步推进，进展良好。

公司贵龙开发项目由子公司贵深公司负责运营，贵龙开发项目位于贵州省黔南州龙里县贵龙经济带，毗邻贵阳市龙洞堡国际机场。截至 2019 年底，公司已累计竞拍土地约 2,770 亩，成交金额合计约为 9.61 亿元。其中，约 1,610 亩已转让，1,045 亩正进行二级开发，剩余土地将用于自主二级开发或转让。

贵深公司采取分期滚动开发的策略，对已取得土地中的 1,045 亩进行自主二级开发。截至 2019 年底，贵龙开发项目（又称“茵特拉根小镇项目”）一期及二期第一阶段已全部交付使用；二期第二阶段工程主要为商业配套物业，共推出 95 套商业物业，已签约销售、回款、交付使用 57 套；三期开发项目（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，截至 2019 年底已开工建设。贵深公司对剩余土地开发的规划和设计工作正在进行中。

表 5　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	39,535	--	--	--	--
一期第二阶段工程	134.43	37,851	--	1.11	--	--
二期第一阶段工程	177.12	54,886	4,788	1.75	373.64	4.11
二期第二阶段工程	20.02	9,172	3,273	--	--	0.46
二期第三阶段工程	192.29	38,458	--	--	--	--
三期第一阶段工程	161.93	58,019	40,302	--	6,820.57	--
合计	**798.10**	**237,921**	**48,363**	**2.86**	**7,194.21**	**4.57**

资料来源：公司提供

此外，为了快速回笼资金，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（以下简称“圣博置地”）、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 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 55,080 万元，上述四家公司主要资产是持有约 810 亩贵龙土地。2019 年 5 月，该转让事项完成，受让方为贵州信和力富房地产开发有限公司，转让价格为 5.67 亿元，计入投资收益。

（2）城市更新项目

公司与控股股东深国际共同开发梅林关更新项目，随着项目建设推进及销售，公司实现一定的投资收益。

2014 年 8 月，公司与深国际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”）。为保证项目质量，提升项目管理水平和整体回报，联合置地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。增资完成后，万科拥有联合置地 30%的权益，新通产公司和公司在联合置地的权益分别摊薄至 35.7%和 34.3%。

梅林关更新项目位于深圳市龙华区，计划分三期进行建设，其中项目一期预计住宅可售面积约 7.5 万平方米，保障房面积约 4.2 万平米；项目二期预计住宅可售面积约 6.8 万平方米；项目三期预计住宅可售面积约 6.3 万平方米，并设有约 19 万平方米的办公及商务公寓综合建筑。此外，梅林关项目总体规划了约 3.45 万平方米的商业配套物业。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，参股公司联合置地为公司带来投资收益 3.77 亿元。随着项目建设推进及销售，公司实现一定投资收益。

5. 环保业务

2019 年，公司新增风电设备销售收入和风力发电收入，风力发电相关的收入显现。垃圾处理业务方面，光明环境园项目尚处于前期阶段，蓝德环保于 2020 年 1 月纳入合并范围。参股的重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”）可为公司带来相对稳定的投资收益。联合评级将持续关注公司环保业务的后续运营情况。

（1）风力发电

2019 年 3 月，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。上述股权并购及增资手续完成后，环境公司持有南京风电 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。该股权收购事项于 2019 年 4 月 8 日完成。2019 年（仅合并日后），南京风电实现营业收入 5.11 亿元。收入主要来自于风电主机及附属设施装配制造，主要客户包括中机国能电力工程有限公司、河南森源电气股份有限公司等。

2019 年 9 月，公司与南京宁风能源科技有限公司签订股权转让协议，公司以 0.67 元的价格收购包头南风 67%股权，同时按所持包头南风的股权比例为其债务承担股东责任。根据股权转让协议，包头南风对外合共的净债务约为 20.18 亿元，公司将为包头南风约 13.52 亿元债务承担股东责任。包头南风在内蒙古自治区设有 5 家从事风力发电项目的投资开发与经营的全资子公司，拥有 165 台风力发电机组，总装机容量 24.75 万千瓦，经核准的上网电价为 0.49 元/千瓦时。截至 2018 年底，包头南风资产总额 19.79 亿元，负债总额 19.27 亿元，2018 年，实现营业收入 1.38 亿元，净利润 0.51 亿元。2019 年（仅合并日后），包头风电实现营业收入 0.88 亿元。

表 6　2018－2019 年包头风电运营情况

指标	2018 年	2019 年
发电量（万千瓦时）	31,510.70	59,422.05
上网电量（万千瓦时）	30,728.22	46,698.51

平均电价（元/千瓦时）	0.49	0.43

注：2019 年平均电价较上年略有下降，主要系部分电量为磋商交易所致
资料来源：公司提供

（2）垃圾处理（餐厨垃圾为主）

2019 年 10 月，子公司环境公司与中国能源建设集团南方建设投资有限公司以及深圳市朗坤环境集团股份有限公司组成联合体，中标光明环境园项目。光明环境园项目位于深圳市光明区，将新建一座具备 1,000 吨/天处理能力的餐厨垃圾处理厂，建设具备处理大件（废旧家具）垃圾 100 吨/天、绿化垃圾 100 吨/天场地条件的建筑一处等。光明环境园项目预计静态总投资额 7.08 亿元，采用 BOT 模式实施，特许经营期拟定为 10 年，可申请延期 5 年。项目公司（SPV 公司）可通过经营项目按每吨 383.60 元向政府收取“可行性缺口补助”（即餐厨垃圾处理服务费），并获得发电上网和再生油脂收入。截至 2019 年底，光明环境园项目各项前期工作正稳步推进，项目公司正处于筹备阶段。环境公司将持有项目公司 65%股权，为项目公司的控股股东。

2020 年 1 月，子公司环境公司签订《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 7,500 万股股份，并认购蓝德环保 8,500 万股新发行股份，总金额不超过 80,960 万元。蓝德环保自 2020 年 1 月 20 日纳入公司合并范围，截至公司年报出具日，公司持有蓝德环保约 53.21%股份。蓝德环保主要从事为客户提供餐厨垃圾、垃圾渗滤液等市政有机垃圾处理的系统性综合解决方案业务，主营业务包括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。蓝德环保持有以餐厨垃圾为主的有机垃圾处理 BOT/PPP 项目 16 个；有机垃圾日处理规划规模超过 3,000 吨/日。截至 2018 年底，蓝德环保资产总额 15.8 亿元，净资产 4.52 亿元，2018 年实现营业收入 1.82 亿元，净利润-0.58 亿元。

（3）水处理和垃圾焚烧发电

公司通过收购德润环境和深圳市水务规划设计院有限公司（以下简称“深圳水规院”），涉足水务行业，实现一定的投资收益。

2017 年 5 月，公司以 44.09 亿元的对价收购德润环境 20.00%股权。德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，主要从事再生资源回收与资源化利用，环境污染治理及土壤修护整治。2018－2019 年，公司参股德润环境分别实现投资收益 1.62 亿元和 1.93 亿元。

2017 年 7 月，公司以 0.62 亿元的对价认购深圳水规院增资后的 15%股权，深圳水规院是中国最早开展水务一体化设计的综合性勘测设计机构，拥有水利行业、市政给排水、工程勘察综合、测绘等 7 项甲级资质。

6. 自建项目情况

公司在建项目投资金额较大，存在一定的资金支出压力。但随着外环 A 段项目及沿江二期项目的完工、通车，公司在深圳地区高速公路路网布局将进一步完善。

公司主要的在建项目包括外环 A 段项目和沿江二期项目应出资部分，具体投资情况如下表所示。截至 2019 年底，公司在建项目预计总投资额 75.00 亿元，尚需投资金额 39.20 亿元，公司未来面临一定的资金支出压力。

表 7　截至 2019 年底公司主要自建项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	起止日	建设年限	自有资本金到位情况	总投资	已投资额	未来投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
外环 A 段项目	2016－2021	6	1.00	65.00	35.50	11.79	17.71	0.00
沿江二期项目	2018－2024	7	0.15	10.00	0.30	0.18	0.18	0.18
合计	--	--	**1.15**	**75.00**	**35.80**	**11.97**	**17.89**	**0.18**

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

外环 A 段项目由公司出资部分为 65.00 亿元，具体详见委托管理服务业务部分分析。沿江二期预计总投资额为 61.90 亿元，其中 10.00 亿元由公司出资，剩余由深圳市财务委员会直接拨付到沿江公司。截至 2019 年底，沿江二期项目完工进度约 40%，其中土地征收工作已全部完成，并已完成 97%房屋拆迁工作，已完成约 49%的路基工程、53%的桥梁工程和约 10%的路面工程。

此外，考虑到机荷高速车流量呈饱和状态，加之相连的盐坝高速、盐排高速和南光高速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。

7. 重大事项

公司拟非公开发行 H 股股票，若 H 股股票增发成功，有利于增强公司资本实力。

2020 年 1 月 10 日，公司召开第八届董事会第二十三次会议，审议通过非公开发行不超过 3 亿股（含）H 股股票。本次发行股票每股面值 1.00 元，具体的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/批准的有效期内选择适当时机实施。发行对象包括控股股东深国际及/或其指定的除公司及公司控股子公司以外的其他子公司（以下简称“深国际及相关认购方”），以及其他非关连人士的合格投资者。关连人士的定义参照《香港联合交易所有限公司证券上市规则》。深国际及相关认购方认购规模不低于本次发行股票总数 39%的股份（含）。本次发行募集资金在扣除发行相关费用后将用于公路、环保等主营业务的投资、偿还公司及控股子公司的债务以及补充营运资金等用途。

8. 未来发展

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。

高速公路方面，公司开展 ETC+无感支付的融合应用研究，进一步加大道路事故多发点和隐患点成因分析等专项课题研究，提升安全管理能力。工程建设方面，公司将抓好沿江二期和外环 A 段项目等的品质工程建设；寻找兼并重组机遇，投资有潜力的收费路桥项目，持续整固公路主业。

大环保领域，公司将进一步聚焦垃圾处理、工业危废、清洁能源等细分领域，重点关注深汕合作区等区域的环境产业园项目，加强与深圳水规院、德润环境等合作伙伴的沟通协作，充分运用现有的合资/合作平台，寻求深层次的合作机会。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018－2019年度合并财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。

会计政策变更方面，2019年，根据《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号）和《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知（财会〔2019〕16号）要求，公司对财务报表列报方式进行变更，会计政策变更对公司净利润和所有者权益无影响。

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。该会计估计变更将对上述高速公路未来期间特许经营无形资产摊销产生一定影响。

合并范围方面，2019年，公司合并范围内新增子公司16家，为包头南风及其下属子公司和南京风电及其下属子公司，不再纳入合并范围的子公司4家，系整体转让圣博置地、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100%股权及债权所致。截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司43家。

总体看，会计政策变更和会计估计变更对公司影响不大，新增及移出子公司规模不大，公司财务数据可比性尚可。

2．资产质量

公司资产规模有所增长，以非流动资产为主，主要为高速公路特许经营无形资产，资产受限比例较高，但公司路产效益好，货币资金充裕，整体资产质量高。

截至2019年底，公司合并资产总额较年初增长9.30%，主要系非流动资产增长所致，资产结构以非流动资产为主。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动资产	**75.32**	**18.33**	**76.66**	**17.06**	**1.78**
货币资金	42.27	56.11	47.33	61.74	11.98
应收账款	1.75	2.32	7.22	9.42	313.58
其他应收款	15.80	20.98	3.74	4.88	-76.32
存货	5.89	7.82	7.23	9.43	22.81
合同资产	1.67	2.22	4.51	5.88	170.25
非流动资产	**335.69**	**81.67**	**372.58**	**82.94**	**10.99**
长期股权投资	78.59	23.41	87.06	23.37	10.78
固定资产	8.40	2.50	28.32	7.60	237.16
无形资产	235.96	70.29	234.94	63.06	-0.43
资产总额	**411.01**	**100.00**	**449.24**	**100.00**	**9.30**

资料来源：公司审计报告、公司提供及联合评级整理

截至2019年底，公司流动资产较年初变化不大。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2019年底，公司货币资金较年初增长11.98%，主要为银行存款（占96.98%）。货币资金

中受限资金 18.01 亿元，占货币资金的 38.06%，主要为项目委托工程管理专项账户资金（占 81.03%）、应付票据承兑保证金和受监管的股权收购款。截至 2019 年底，公司应收账款较年初增长 313.58%，主要系南京风电纳入合并范围所致。公司应收账款主要为应收通行费收入、应收风力发电和风机销售收入等，账龄主要集中在 1 年以内（占 95.53%）。应收账款集中度方面，应收账款款金额前五名单位占比为 92.60%，集中度高。截至 2019 年底，公司对应收账款累计计提坏账准备 0.02 亿元。截至 2019 年底，公司其他应收款较年初下降 76.32%，主要系公司收到南光高速、盐排高速及盐坝高速回购相关补偿款和联合置地减资款所致。公司其他应收款主要为应收代垫款项、押金及保证金等，账龄主要集中在 1 年以内。其他应收款集中度方面，公司其他应收款金额前五名单位占比为 79.27%，集中度较高。截至 2019 年底，公司未对其他应收款计提坏账准备。截至 2019 年底，公司存货账面价值较年初增长 22.81%，主要系公司合并南京风电和包头南风所致。公司存货主要为拟开发的物业（占 23.09%）、开发中的物业（占 37.60%）、原材料（占 28.36%）和持有待售物业（占 8.73%）。公司拟开发的物业为所持有的位于贵州省龙里县的待开发土地；开发中的物业主要为茵特拉根小镇项目二期第二阶段工程及三期第一阶段工程；持有待售物业为茵特拉根小镇一期第一阶段工程和二期第一阶段工程。原材料主要为南京风电采购的风机零部件等。截至 2019 年底，公司存货累计计提跌价准备 0.02 亿元。截至 2019 年底，公司合同资产较上年增长 170.25%，主要系朵花项目代垫应收款增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产较年初增长 10.99%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资较年初增长 10.78%，主要系联营企业联合置地、德润环境等权益法下确认的投资损益增加所致；公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。截至 2019 年底，公司固定资产较年初增长 237.16%，主要系公司合并包头南风及不停车收费系统改造投资完工转入所致。固定资产主要由机械设备（占 58.65%）、交通设备（占 26.05%）和房屋及建筑物（占 14.12%）构成，累计计提折旧 10.18 亿元，固定资产成新率 73.56%，成新率一般。截至 2019 年底，公司无形资产较年初变化不大，主要以特许经营无形资产为主（占 99.41%），路产效益高。公司特许经营无形资产采用车流量法在收费公路经营期限内进行摊销，2019 年公司对特许经营权无形资产计提摊销 13.47 亿元。截至 2019 年底，公司对特许经营权无形资产累计摊销 90.32 亿元。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产为 199.57 亿元，其中受限货币资金为 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（以下简称“梅观公司”）100%权益（账面价值 5.22 亿元）为长期债券提供的反担保，质押捷德安派有限公司（以下简称“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，受限资产在总资产中占比为 44.43%，受限比例较高。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司债务规模波动下降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻。

截至 2019 年底，公司负债总额较年初增长 12.24%，主要系非流动负债增长所致。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表 9　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动负债	**60.45**	**28.04**	**64.81**	**26.78**	**7.21**
短期借款	1.17	1.94	3.64	5.61	209.88
应付账款	7.15	11.83	9.71	14.98	35.79
其他应付款	23.97	39.65	30.16	46.54	25.83
合同负债	8.59	14.21	9.53	14.71	11.01
一年内到期的非流动负债	3.79	6.27	5.05	7.79	33.22
非流动负债	**155.16**	**71.96**	**177.20**	**73.22**	**14.20**
长期借款	88.93	57.31	90.32	50.97	1.56
应付债券	46.33	29.86	46.76	26.39	0.94
长期应付款	0.00	0.00	22.17	12.51	--
递延所得税负债	14.23	9.17	11.57	6.53	-18.64
负债总额	**215.61**	**100.00**	**242.00**	**100.00**	**12.24**

资料来源：公司审计报告、公司提供及联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动负债较年初增长 7.21%，主要系短期借款及应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、合同负债和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2019 年底，公司短期借款较年初增长 209.88%，主要为信用借款（占 87.66%）。截至 2019 年底，公司应付账款较年初增长 35.79%，主要系南京风电及包头南风纳入合并范围所致。公司应付账款主要为应付工程款、质保金、保证金及应付货款。截至 2019 年底，公司其他应付款较年初增长 25.83%，主要系新增应付取消省界收费站项目款、南京风电股权收购款等所致。截至 2019 年底，公司合同负债较年初增长 11.01%，主要系新增预收风机销售款所致。公司合同负债构成以预收开发物业销售款（占 63.15%）和预收风机销售款（占 35.53%）为主，预收开发物业销售款主要为茵特拉根小镇二期第一阶段、第二阶段和三期第一阶段的预收开发物业销售款，预收风机销售款为预收大同风电项目风机款及中卫甘塘 49.5MW 风电场项目设备款。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 33.22%，其中一年内到期的长期借款 1.91 亿元、沿江货运调整收费相关的补偿款 1.28 亿元（由其他非流动负债调入）、应付债券 0.78 亿元和长期应付款 0.73 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债较年初增长 14.20%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债构成。

截至 2019 年底，公司长期借款较年初变化不大，主要为质押借款（占 94.49%）和信用借款（占 5.51%）。从到期期限分布看，公司长期借款中于 2021 年到期 6.57 亿元，于 2022－2024 年到期 14.75 亿元，其余于 2025 年及以后到期，偿付期限较分散。

截至 2019 年底，公司应付债券较年初变化不大，具体如下表所示。

表 10　截至 2019 年底公司应付债券情况（单位：%、亿元、年）

债券名称	发行利率	余额	期限	到期日
07 深高速债	5.50	7.98	15	2022.07
SZEW B2107	2.88	20.82	5	2021.07
18 深高速 MTN001	4.14	9.98	3	2021.07
18 深高速 MTN002	4.49	7.98	5	2023.08
合计	--	**46.76**	--	--

注：SZEW B2107 为公司于 2016 年 7 月发行的 5 年期美元债
资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司新增长期应付款 22.17 亿元，主要系新增联合置地借款及包头南风纳入合并范围所致。公司长期应付款中包头南风风机设备售后租回形成的长期应付款 6.60 亿元、联合置地借款 16.30 亿元（含一年内到期部分）。本报告将长期应付款计入长期债务核算。

截至 2019 年底，公司递延所得税负债较年初下降 18.64%，主要为公司因收购广东清连公路发展有限公司、深圳机荷高速公路东段有限公司、深圳清龙高速公路有限公司、JEL 公司、梅观公司、益常公司、南京风电及包头南风而在确认了上述公司各项可辨认资产、负债公允价值后，对其计税基础与账面价值差额形成的暂时性差异确认的相应递延所得税负债。

截至 2019 年底，公司全部债务 169.26 亿元，较年初增长 19.61%，主要系长期债务增长所致，债务结构以长期债务为主。截至 2019 年底，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分别为 53.87%、44.96%和 43.45%。

（2）所有者权益

受益于未分配利润增长，公司所有者权益增长。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 207.23 亿元，较年初增长 6.06%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.67%，少数股东权益占比为 11.33%。归属于母公司所有者权益 183.75 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.87%、33.86%、14.25%、4.99%和 35.04%。所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

公司营业收入有所增长，整体盈利能力处于较好水平，期间费用对公司利润有一定侵蚀，投资收益对公司利润的贡献较高。

2019 年，公司营业收入较上年增长 6.52%，主要系新增环保收入所致；营业成本较上年增长 22.44%。2019 年，公司营业利润为 24.44 亿元，较上年下降 46.08%，主要系资产处置收益大幅下降所致；实现净利润 25.36 亿元，较上年下降 29.12%。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率/增减百分点
营业收入	58.07	61.86	6.52
营业成本	28.58	35.00	22.44
费用总额	12.84	9.69	-24.50
其中：管理费用	2.10	3.51	67.30
财务费用	10.55	5.73	-45.69
投资收益	5.56	12.43	123.67
资产处置收益	22.27	0.004	--
利润总额	45.45	24.44	-46.22
营业利润率	49.92	42.54	-7.38
总资本收益率	12.81	9.17	-4.25
净资产收益率	20.26	12.60	-7.66

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年，公司期间费用总额为较上年下降 24.50%，主要系财务费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 2.82%、36.18%和 59.10%。其中，管理费用较上年增长

67.30%，主要系工资薪酬等增长所致；财务费用较上年下降 45.69%，主要系 2018 年末盐坝高速、盐排高速和南光高速政府回购后资产与债务同时结转，本期利息支出随借贷规模下降而减少及外币负债受人民币汇率波动影响汇兑损失减少所致。2019 年，公司费用收入比为 15.67%，较上年减少 6.44 个百分点，公司费用控制能力有所提升，但公司期间费用对利润仍形成一定侵蚀。

2019 年，公司投资收益较上年增长 123.67%，主要系对联合置地等联营企业在权益法下确认的投资收益增加及转让圣博置地等四家子公司 100%股权和债权确认的投资收益所致。其中，公司参股高速公路广梧项目、阳茂高速、江中项目、广州西二环和南京三桥分别为公司带来投资收益 0.35 亿元、0.44 亿元、0.19 亿元、0.60 亿元和 0.54 亿元，较上年分别下降 7.03%、下降 48.31%、下降 20.96%、增长 3.69%和增长 6.63%，投资收益变动受参股高速公路经营情况影响有所变动。2019 年，公司投资收益占利润总额比例为 50.84%，是公司利润的重要来源。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，但水平仍较高。公司整体盈利水平较好。

5. 现金流

公司经营活动现金流仍为净流入，收入实现质量尚可。公司股权投资规模较大，筹资活动现金流持续呈净流出状态，随着公司在建项目的持续投入，公司面临一定的资金压力。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率/增减百分点
销售商品、提供劳务收到的现金	56.78	54.16	-4.60
收到其他与经营活动有关的现金	1.02	1.38	34.90
购买商品、接受劳务支付的现金	5.75	14.28	148.19
支付其他与经营活动有关的现金	7.07	6.97	-1.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11.10	16.10	45.08
支付其他与投资活动有关的现金	12.58	12.60	0.13
经营活动产生的现金流量净额	**32.22**	**17.51**	**-45.65**
投资活动产生的现金流量净额	**9.58**	**-2.53**	**-126.46**
筹资活动产生的现金流量净额	**-34.84**	**-11.47**	**-67.08**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从经营活动看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 55.65 亿元，较上年变动不大，主要为通行费收入。同期，公司经营活动产生的现金流出为 38.13 亿元，较上年增长 48.89%，主要系新增南京风电采购支出，带动购买商品、接受劳务支付的现金有所增长所致。支付其他经营活动有关的现金为 6.97 亿元，较上年变动不大，主要为支付委托建设项目开发垫款、支付的保证金、代建管理费用支出和支付土地出让金等。2019 年，公司经营活动产生的现金流净额较上年下降 45.65%。从收入实现质量看，2019 年，公司现金收入比为 87.56%，较上年减少 10.21 个百分点，主要系南京风电风机设备的销售与回款实现存在一定时间差异所致。公司整体收入实现质量尚可。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 28.96 亿元，较上年下降 14.40%，主要系 2018 年公司收回的对联合置地减资款规模较大所致；同期，公司投资活动现金流出为 31.49 亿元，较上年增长 29.86%，主要系外环项目支出增加所致。2019 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 74.30 亿元，较上年增长 41.35%，主要系联合置地增加借款及包头南风进行融资租赁借款所致。公司筹资活动现金流出为 85.77 亿元，较上年

变化不大，主要为偿还债务支出的现金。2019 年，公司筹资活动现金流仍为净流出，净流出规模有所收窄。

6. 偿债能力

公司偿债指标良好，考虑到公司在深圳市高速公路领域居主导地位，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

表 13 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2018 年（末）	2019 年（末）
短期偿债能力指标		
流动比率	1.25	1.18
速动比率	1.15	1.07
现金短期债务比	8.60	4.80
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	6.80	6.93
EBITDA 全部债务比	0.51	0.27

资料来源：公司审计报告、公司提供及联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均略有下降，但指标水平仍较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 45.03 亿元，较上年下降 37.24%，主要系利润总额有所下降所致。公司 EBITDA 主要由折旧及摊销（占 34.25%）、计入财务费用的利息支出（占 11.47%）和利润总额（占 54.28%）构成。公司 EBITDA 利息倍数高，EBITDA 对全部债务覆盖能力一般。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 287 亿元，其中未使用授信额度 144 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，融资渠道较广。

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（以下简称“德州蓝德”）与中国五洲工程设计有限公司（以下简称“中国五洲”）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 9,283.87 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。

对外担保方面，截至 2019 年底，公司对外担保金额合计为 14.51 亿元，担保比率为 7.00%。其中公司对中国建设银行深圳市分行（以下简称“建行深圳分行”）担保金额为 8.00 亿元，系公司于 2007 年发行 15 年期企业债而向作为债券担保主体的建行深圳分行进行的反担保；子公司贵州深高速置地有限公司为茵特拉根小镇的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，担保金额 6.51 亿元。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440304004623100），截至 2020 年 2 月 18 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司营业收入主要来自通行费收入。母公司债务规模快速增长，整体债务负担较轻。

母公司营业收入主要来自通行费收入，母公司对子公司管控力度很强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 275.73 亿元，较年初增长 19.25%，主要系长期股权投资增长所致。其中，流动资产 25.39 亿元，非流动资产 250.34 亿元（占 90.79%）。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由长期应收款和长期股权投资构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 13.09 亿元。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 145.41 亿元，较年初变化不大。其中，实收资本占 15.00%，资本公积占 22.56%，未分配利润占 44.44%。所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年底，母公司负债总额 130.31 亿元，较年初增长 55.27%。其中，流动负债 23.41 亿元（占 17.97%），非流动负债 106.90 亿元（占 82.03%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 47.26%，较 2018 年提高 10.96 个百分点。母公司全部债务资本化比率为 41.85%，较上年提高 14.66 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 8.47 亿元；母公司净利润为 13.61 亿元，较上年下降 60.31%。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 48.06 亿元，为“20 深高 01”待偿本金（14.00 亿元）的 3.43 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 207.23 亿元，为债券本金（14.00 亿元）的 14.80 倍，公司较大规模的净资产对“20 深高 01”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 45.03 亿元，为“20 深高 01”待偿本金（14.00 亿元）的 3.22 倍，公司 EBITDA 对“20 深高 01”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 55.65 亿元，为“20 深高 01”待偿本金（14.00 亿元）的 3.98 倍，公司经营活动现金流入量对债券待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对“20 深高 01”的偿还能力仍极强。

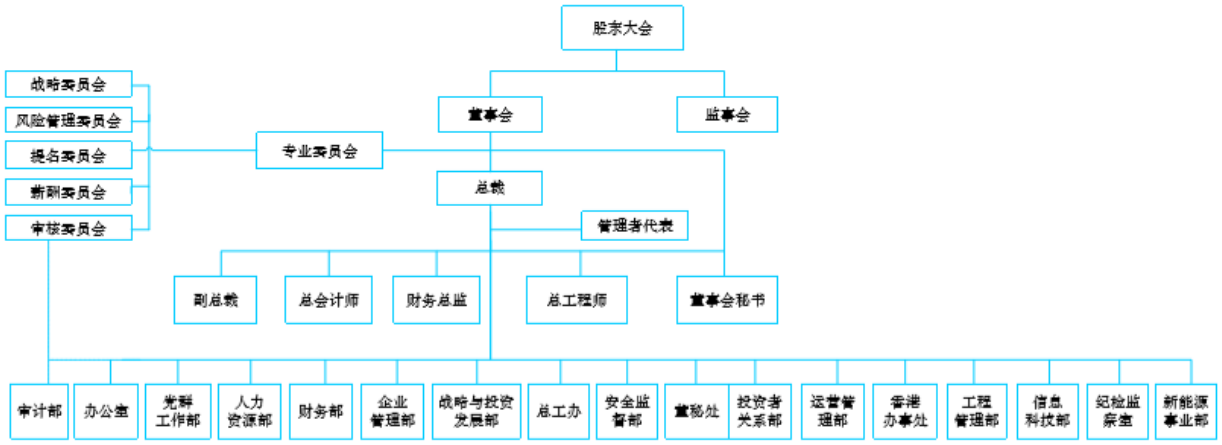
八、综合评价

跟踪期内，公司作为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，运营路产质量和运营情况良好，2019 年车流量和通行费收入整体呈上升趋势。此外，公司收购包头南风 67%股权，通过并购和增资获得南京风电 51%股权，已收购蓝德环保 53.21%股权，实现业务多元化。同时，联合评级也关注到公司存在一定资金支出压力、高速公路运营受政策因素影响较大等因素对公司的信用水平带来的不利影响。

未来，随着外环 A 段及沿江二期项目完工运营，公司高速公路运营里程有望进一步增长。此外，公司拟非公开发行 H 股股票，若增发成功，有利于增强公司资本实力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 深高 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　深圳高速公路股份有限公司
组织架构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 深圳高速公路股份有限公司
主要财务指标（合并报表）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	411.01	449.24
所有者权益（亿元）	195.40	207.23
短期债务（亿元）	4.97	10.01
长期债务（亿元）	136.54	159.25
全部债务（亿元）	141.51	169.26
营业收入（亿元）	58.07	61.86
净利润（亿元）	35.79	25.36
EBITDA（亿元）	71.75	45.03
经营性净现金流（亿元）	32.22	17.51
应收账款周转次数（次）	29.14	13.76
存货周转次数（次）	4.81	5.33
总资产周转次数（次）	0.14	0.14
现金收入比率（%）	97.77	87.56
总资本收益率（%）	12.81	8.56
总资产报酬率（%）	13.00	6.88
净资产收益率（%）	20.26	12.60
营业利润率（%）	49.92	42.54
费用收入比（%）	22.11	15.37
资产负债率（%）	52.46	53.87
全部债务资本化比率（%）	42.00	44.96
长期债务资本化比率（%）	41.13	43.45
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	6.93
EBITDA 全部债务比（倍）	0.51	0.27
流动比率（倍）	1.25	1.18
速动比率（倍）	1.15	1.07
现金短期债务比（倍）	8.60	4.80
经营现金流动负债比率（%）	53.30	27.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.12	3.22

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 将其他非流动负债和长期应付款纳入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2-2 深圳高速公路股份有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	231.22	275.73
所有者权益（亿元）	147.29	145.41
短期债务（亿元）	0.44	1.55
长期债务（亿元）	54.56	103.11
全部债务（亿元）	55.00	104.66
营业收入（亿元）	15.55	8.47
净利润（亿元）	34.31	13.61
EBITDA（亿元）	/	/
经营性净现金流（亿元）	8.90	-0.24
应收账款周转次数（次）	23.47	45.20
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	0.07	0.03
现金收入比率（%）	48.32	94.22
总资本收益率（%）	/	/
总资产报酬率（%）	/	/
净资产收益率（%）	26.72	9.30
营业利润率（%）	73.97	63.34
费用收入比（%）	38.44	54.94
资产负债率（%）	36.30	47.26
全部债务资本化比率（%）	27.19	41.85
长期债务资本化比率（%）	27.03	41.49
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/
流动比率（倍）	1.49	1.08
速动比率（倍）	1.49	1.08
现金短期债务比（倍）	28.53	8.83
经营现金流动负债比率（%）	33.90	-1.02

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 将母公司其他非流动负债及长期应付款纳入长期债务核算；4. “/”代表相关数据未获得

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。