

# 深圳高速公路集团股份有限公司

## 2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕2375号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳高速公路集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳高速公路集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 深高 01”“22 深高 01”“23 深圳高速 MTN001”“23 深圳高速 MTN002”“24 深高 01”“24 深高 02”“24 深高 03”“25 深高 Y1”“25 深高 Y2”“25 深高 Y3”和“25 深高 Y4”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年五月八日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

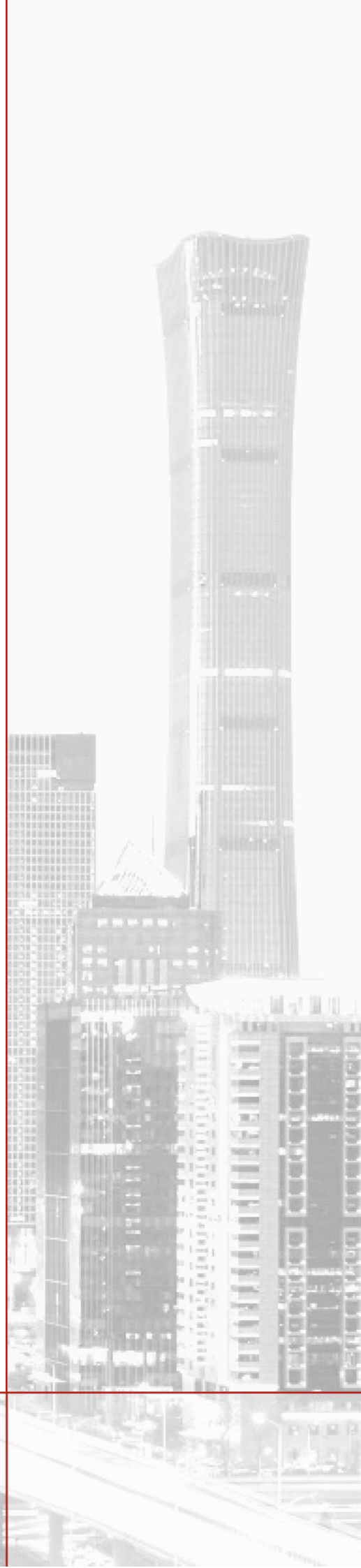
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 深圳高速公路集团股份有限公司

## 2026 年跟踪评级报告

| 项 目            | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间     |
|----------------|--------|--------|------------|
| 深圳高速公路集团股份有限公司 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2026/05/08 |
| 21 深高 01       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 22 深高 01       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 23 深圳高速 MTN001 | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 23 深圳高速 MTN002 | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 24 深高 01       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 24 深高 02       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 24 深高 03       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 25 深高 Y1       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 25 深高 Y2       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 25 深高 Y3       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |
| 25 深高 Y4       | AAA/稳定 | AAA/稳定 |            |

### 评级观点

深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“公司”）是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，公司区域重要性高，持续获得外部支持。跟踪期内，公司经营平稳，收费公路运营和大环保业务双主业协同发展，路产效益高、收费公路主业现金流稳定，整体资产质量较高。2025 年公司完成定增，资本实力进一步增强，偿债指标表现好，但仍需关注公司部分收费公路到期后收费政策变化情况及较大规模的项目投资需求对公司的资本支出压力。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

公司高速公路业务经营区域具备良好的区位优势，公路运输需求旺盛。随着公司外环高速三期、机荷改扩建项目稳步推进，公司将继续巩固其在深圳市高速公路投资建设及运营领域的重要地位，同时公司固废资源化处理和清洁能源发电业务不断发展，综合看，公司信用状况有望保持稳定。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

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

## 优势

- **公司区域地位高，路产质量好，公路收费业务经营获现能力强。**公司为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，以高速公路运营和大环保业务为双主业协同发展，绿色转型契合政策导向；投资和经营的绝大部分高速公路项目位于粤港澳大湾区，具有良好的区位优势，经营和投资的收费公路单公里收益处于行业的高水平。
- **大环保业务持续发展，有机垃圾处理能力强，餐厨垃圾处理项目运营收入持续增长。**公司大环保业务聚焦清洁能源发电和固废资源化处理，投资和经营的风力发电项目电力消纳较有保障；存量有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，公司拥有有机垃圾设计处理规模超过 6300 吨/日，实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模持续提升。
- **资本实力进一步增强，财务杠杆下降，短期偿债指标明显改善。**2025 年 3 月，公司完成向特定对象发行 A 股股票，募集资金净额 46.79 亿元，所有者权益规模增加，财务杠杆下降，短期偿债指标明显改善。此外，公司经营活动现金持续净流入，备用流动性充足，融资渠道畅通。
- **持续获得外部支持。**2024—2025 年，公司其他收益分别为 2345.80 万元和 5854.69 万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至 2025 年末，公司递延收益 2.31 亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；公司长期应收款中电费补贴收入 10.21 亿元。

## 关注

- **部分高速公路剩余收费年限短，需关注未来收入情况。**公司 5 条控股、3 条参股高速公路收费权将于 2026 年、2027 年到期，上述路产剩余收费年限短且面临维护成本上升风险，其中部分路产计划通过改扩建延长经营期、部分路产暂无改扩建计划，公司未来收入情况有待关注。
- **尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。**截至 2025 年末，公司主要新建、改扩建高速项目中，公司出资部分计划总投资 341.77 亿元，尚需投资 218.27 亿元，存在一定资金支出压力。
- **盈利指标持续下滑。**2024—2025 年，公司通行费业务毛利率持续下降，大环保业务中部分业务毛利率持续为负，叠加投资收益减少、资产减值计提增加等影响，公司利润总额持续减少，盈利指标持续下滑。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

**评级方法** 收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208

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

| 评价内容          | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果       |
|---------------|------|-------|---------|------------|
| 经营风险          | A    | 经营环境  | 宏观和区域风险 | 1          |
|               |      |       | 行业风险    | 2          |
|               |      | 自身竞争力 | 基础素质    | 2          |
|               |      |       | 企业管理    | 1          |
|               |      |       | 经营分析    | 1          |
| 财务风险          | F1   | 现金流   | 资产质量    | 3          |
|               |      |       | 盈利能力    | 2          |
|               |      |       | 现金流量    | 2          |
|               |      | 资本结构  | 1       |            |
|               |      | 偿债能力  | 2       |            |
| <b>指示评级</b>   |      |       |         | <b>aaa</b> |
| 个体调整因素：--     |      |       |         | --         |
| <b>个体信用等级</b> |      |       |         | <b>aaa</b> |
| 外部支持调整因素：政府支持 |      |       |         | --         |
| <b>评级结果</b>   |      |       |         | <b>AAA</b> |

**个体信用状况变动说明：**由于资本结构指标表现提升，公司指示评级由上次评级的aa+变动为aaa，公司的个体信用等级由aa+上调为aaa。

**外部支持变动说明：**公司实际控制人具有很强的综合实力，在政府补助等方面可给予公司支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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

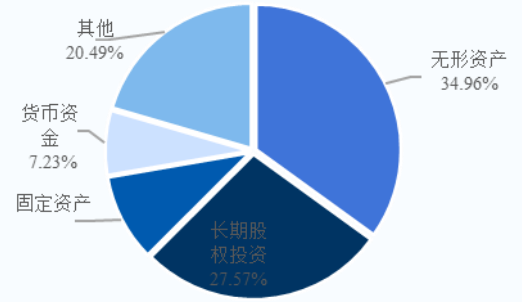
## 主要财务数据

| 合并口径           |        |        |        |         |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目             | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年3月 |
| 现金类资产（亿元）      | 26.22  | 30.40  | 77.14  | 80.17   |
| 资产总额（亿元）       | 675.07 | 675.58 | 712.89 | 709.71  |
| 所有者权益（亿元）      | 279.99 | 272.02 | 320.52 | 325.48  |
| 短期债务（亿元）       | 152.48 | 92.03  | 118.62 | 118.59  |
| 长期债务（亿元）       | 168.79 | 241.22 | 204.35 | 204.37  |
| 全部债务（亿元）       | 321.27 | 333.25 | 322.97 | 322.96  |
| 营业总收入（亿元）      | 92.95  | 92.46  | 92.64  | 17.59   |
| 利润总额（亿元）       | 29.16  | 17.58  | 16.47  | 6.73    |
| EBITDA（亿元）     | 65.08  | 51.29  | 49.81  | --      |
| 经营性净现金流（亿元）    | 40.95  | 37.17  | 46.24  | 10.28   |
| 营业利润率（%）       | 35.55  | 30.97  | 29.63  | 38.60   |
| 净资产收益率（%）      | 8.52   | 4.48   | 3.70   | --      |
| 资产负债率（%）       | 58.53  | 59.74  | 55.04  | 54.14   |
| 全部债务资本化比率（%）   | 53.43  | 55.06  | 50.19  | 49.81   |
| 流动比率（%）        | 35.06  | 53.92  | 74.93  | 80.61   |
| 经营现金流动负债比（%）   | 20.65  | 26.22  | 27.52  | --      |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.17   | 0.33   | 0.65   | 0.68    |
| EBITDA利息倍数（倍）  | 5.24   | 4.79   | 5.80   | --      |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 4.94   | 6.50   | 6.48   | --      |
| 公司本部口径         |        |        |        |         |
| 项目             | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年3月 |
| 资产总额（亿元）       | 378.40 | 473.55 | 522.27 | /       |
| 所有者权益（亿元）      | 204.98 | 206.26 | 257.07 | /       |
| 全部债务（亿元）       | 119.37 | 207.06 | 203.91 | /       |
| 营业总收入（亿元）      | 17.72  | 21.72  | 21.06  | /       |
| 利润总额（亿元）       | 31.38  | 15.34  | 10.90  | /       |
| 资产负债率（%）       | 45.83  | 56.44  | 50.78  | /       |
| 全部债务资本化比率（%）   | 36.80  | 50.10  | 44.23  | /       |
| 流动比率（%）        | 55.89  | 50.02  | 51.07  | /       |
| 经营现金流动负债比（%）   | 8.78   | 7.14   | 5.85   | /       |

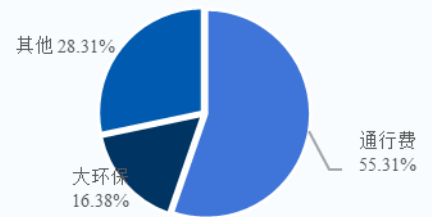
注：1. 公司2026年一季度财务报表未经审计，本部未提供2026年一季度报；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

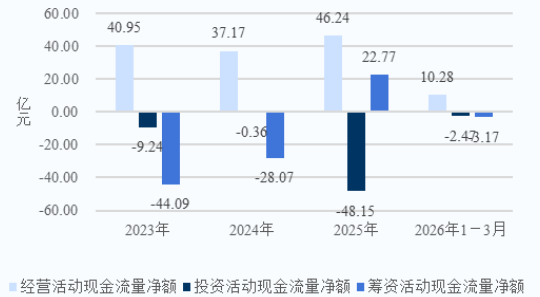
2025年末公司资产构成



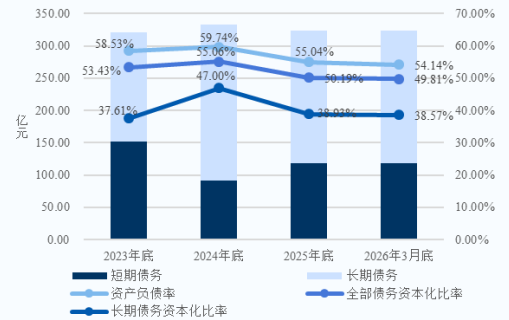
2025年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

| 债券简称           | 发行规模     | 债券余额     | 到期兑付日      | 特殊条款                                |
|----------------|----------|----------|------------|-------------------------------------|
| 21 深高 01       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2026/07/27 | --                                  |
| 22 深高 01       | 15.00 亿元 | 15.00 亿元 | 2029/01/20 | 回售选择权, 调整票面利率选择权, 经营维持承诺            |
| 23 深圳高速 MTN001 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2026/05/24 | --                                  |
| 23 深圳高速 MTN002 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2028/09/06 | --                                  |
| 24 深高 01       | 5.50 亿元  | 5.50 亿元  | 2027/05/27 | 经营维持承诺                              |
| 24 深高 02       | 9.50 亿元  | 9.50 亿元  | 2034/05/27 | 经营维持承诺                              |
| 24 深高 03       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2029/12/02 | 经营维持承诺                              |
| 25 深高 Y1       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2028/04/16 | 续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权、经营维持承诺 |
| 25 深高 Y2       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2030/04/16 | 续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权、经营维持承诺 |
| 25 深高 Y3       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2028/05/13 | 续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权、经营维持承诺 |
| 25 深高 Y4       | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2030/05/13 | 续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权、经营维持承诺 |

注: 1. 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; 2. 22 深高 01 下一行权日为 2027 年 01 月 20 日, 表中所列到期兑付日为假设不行权/不全额行权的到期日; 3. 25 深高 Y1、25 深高 Y2、25 深高 Y3 和 25 深高 Y4 为永续债, 表中所列到期兑付日为下一行权日  
 资料来源: 联合资信整理

## 评级历史

| 债项简称   | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间       | 项目小组    | 评级方法/模型  | 评级报告                 |
|--|--------|--------|------------|---------|--|----------------------|
| 21 深高 01<br>22 深高 01<br>23 深圳高速 MTN001<br>23 深圳高速 MTN002<br>24 深高 01<br>24 深高 02<br>24 深高 03<br>25 深高 Y1<br>25 深高 Y2<br>25 深高 Y3<br>25 深高 Y4 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/05/09 | 王昀千 张 晨 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 深高 Y1<br>25 深高 Y2   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/04/29 | 王昀千 张 晨 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 25 深高 Y1<br>25 深高 Y2   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/04/03 | 王昀千 张 晨 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 深高 03   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/11/20 | 王昀千 张 晨 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 24 深高 01<br>24 深高 02   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/05/13 | 王昀千 张 晨 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 23 深圳高速 MTN002   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/08/21 | 霍正泽 王昀千 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 23 深圳高速 MTN001   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2023/05/10 | 霍正泽 王昀千 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| 22 深高 01   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2022/01/10 | 杨世龙 崔 莹 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>     | <a href="#">阅读全文</a> |
| 21 深高 01   | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2021/07/19 | 杨世龙 崔 莹 | <a href="#">收费公路运营企业信用评级方法(V3.0.201907)</a><br><a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>     | <a href="#">阅读全文</a> |

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅  
 资料来源: 联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人: 杨 婷 [yangting@lhratings.com](mailto:yangting@lhratings.com)

项目组成员: 龚宇奇 [gongyuqi@lhratings.com](mailto:gongyuqi@lhratings.com)

公司邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址: [www.lhratings.com](http://www.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)



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳高速公路集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司成立于 1996 年 12 月，于 1997 年 3 月和 2001 年 12 月分别在香港联合交易所（股票代码：00548.HK）、上海证券交易所（股票代码：600548.SH）挂牌上市。2025 年 3 月，公司向特定对象发行 A 股股票 3.57 亿股。截至 2026 年 3 月末，公司总股本 25.38 亿股，其中 A 股 17.90 亿股、H 股 7.48 亿股，深圳国际控股有限公司（以下简称“深国际”）间接合计持有公司 47.30% 股份，为公司的控股股东，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）为公司实际控制人。

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

截至 2026 年 3 月末，公司本部设财务部、企业管理部、战略与投资发展部、风险管理与法务部等职能部门。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 712.89 亿元，所有者权益 320.52 亿元（含少数股东权益 50.21 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 92.64 亿元，利润总额 16.47 亿元。

截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 709.71 亿元，所有者权益 325.48 亿元（含少数股东权益 50.73 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.59 亿元，利润总额 6.73 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市龙华区福城街道福民收费站；法定代表人：徐恩利。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，“21 深高 01”“22 深高 01”“23 深圳高速 MTN001”“23 深圳高速 MTN002”“24 深高 01”“24 深高 02”“24 深高 03”“25 深高 Y1”“25 深高 Y2”在付息日正常付息，“25 深高 Y3”“25 深高 Y4”尚未到首个付息日。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

| 债券简称           | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 起息日        | 期限      |
|----------------|----------|----------|------------|---------|
| 21 深高 01       | 10.00    | 10.00    | 2021/07/27 | 5 年     |
| 22 深高 01       | 15.00    | 15.00    | 2022/01/20 | 7（5+2）年 |
| 23 深圳高速 MTN001 | 10.00    | 10.00    | 2023/05/24 | 3 年     |
| 23 深圳高速 MTN002 | 10.00    | 10.00    | 2023/09/06 | 5 年     |
| 24 深高 01       | 5.50     | 5.50     | 2024/05/27 | 3 年     |
| 24 深高 02       | 9.50     | 9.50     | 2024/05/27 | 10 年    |
| 24 深高 03       | 10.00    | 10.00    | 2024/12/02 | 5 年     |
| 25 深高 Y1       | 10.00    | 10.00    | 2025/04/16 | 3+N 年   |
| 25 深高 Y2       | 10.00    | 10.00    | 2025/04/16 | 5+N 年   |
| 25 深高 Y3       | 10.00    | 10.00    | 2025/05/13 | 3+N 年   |
| 25 深高 Y4       | 10.00    | 10.00    | 2025/05/13 | 5+N 年   |

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

截至 2026 年 3 月末，公司存续永续债为“25 深高 Y1”“25 深高 Y2”“25 深高 Y3”和“25 深高 Y4”，上述债券设置了公司续期选择权、赎回选择权、票面利率重置、递延支付利息选择权等条款。在公司发生破产清算时，上述债项的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还普通债务，优先于公司普通股股东，债券持有人可能面临回收损失。

## 四、宏观经济与政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》](#)。

## 五、行业及区域环境分析

### 1 行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用，在交通运输体系中占据主导地位。高速公路行业属于弱周期性行业，作为我国固定资产投资的重要组成部分，高速公路行业具备投资规模大，回收周期长、行业壁垒高等特性。现阶段我国路网建设完善程度以及路产效益呈现区域分化特性，东部路网已基本建设完成，未来路网建设主要集中在西部地区。近年来我国高速公路通车里程和投资支出额呈现增长趋势，但增速放缓，未来投资规模或将下降；公路运输货运量整体保持增长趋势，但需关注铁路、航空等交通工具对公路客运产生的分流影响。受益于车流量、客货比结构调整以及多元化业务等因素影响，近年来收费公路样本企业收入规模呈现波动增长趋势，样本企业盈利能力相对稳定，政府补助对利润总额贡献较大，财务费用对利润侵蚀较为严重。我国路产效益分化明显，呈现从东部、中部、西部依次下降趋势。随着路网建设逐步推进，收费公路样本企业债务规模持续增长，整体债务负担较重，融资渠道以长期银行借款为主。考虑到收费公路样本企业经营获现能力强，具有良好的再融资能力，且能获得政府的持续支持，收费公路样本企业整体偿债能力较强。未来，我国路网建设仍有较大空间，同时随着经济不断增长，公路客货运需求有望继续保持低速增长，收费公路企业整体运行状况将有所改善，行业发展前景良好。联合资信认为收费公路行业整体信用风险低，展望为稳定。完整版详见 [《2025 年收费公路行业分析》](#)。

2024 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业仍面临一定的成本压力。预计 2025 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见 [《2025 年电力行业分析》](#)。

### 2 区域环境分析

深圳市经济发达，财政实力很强，是全国重要的综合交通枢纽和边境口岸城市，公路运输需求旺盛，同时区域发展规划中保持一定的高速公路投资规模，公司外部发展环境良好。

深圳市经济发达，2025 年地区生产总值在全国地级市中排名首位，2024 年人均地区生产总值排名前列。深圳市叠加经济特区、先行示范区、大湾区核心引擎三重国家战略，是全国重要的综合交通枢纽和边境口岸城市，集散功能强大，交通运输需求旺盛。近年来，深圳市旅客运输量持续增长，货物运输量规模大，为公司收费公路发展提供了有力支撑。

图表 2 • 深圳市主要经济财力指标

| 指标                | 2023 年   | 2024 年   | 2025 年   |
|-------------------|----------|----------|----------|
| GDP (亿元)          | 34903.27 | 36801.87 | 38731.80 |
| 人均 GDP (万元)       | 19.69    | 20.57    | /        |
| 综合财力 (亿元)         | 6420.36  | 6006.23  | /        |
| 货物运输总量 (万吨)       | 43261.29 | 39497.00 | 37443.40 |
| 其中：公路货物运输量 (万吨)   | 31887.41 | 28988.85 | 26953.57 |
| 旅客运输总量 (万人次)      | 20639.07 | 22890.46 | 24600.61 |
| 其中：公路旅客运输总量 (万人次) | 5247.71  | 5502.57  | 5944.53  |

资料来源：联合资信根据公开资料整理；深圳市未公布 2025 年预算执行情况明细表

高速基础设施方面，根据《深圳市综合立体交通网规划方案（2024—2035 年）》，至 2035 年深圳市将建成现代综合立体交通网，全面建成具有全球重要影响力的物流中心和国际性综合交通枢纽城市。其中有序推进 G15 沈海高速深圳至深汕段（深汕高速、惠盐高速、机荷高速）改扩建等，公司收费公路业务面临的外部环境良好。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变动。企业规模和竞争力方面，公司为深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，以高速公路运营和大环保业务为双主业协同发展。截至 2026 年 3 月末，公司所投资或经营的收费公路项目共 16 个，所投资或经营的高速公路里程数按权益比例折算约 613 公里，路产质量高，路产单公里收益处于行业高水平；大环保业务持续发展，公司拥有有机垃圾设计处理规模超过 6300 吨/日，处理能力强。公司整体资产质量较高，盈利能力较强，在项目资源、融资渠道等方面具有优势。与同行业上市比较，公司运营效率和利润规模表现尚可。公司本部过往债务履约情况良好<sup>1</sup>。

图表 3 2025 年同行业上市公司盈利指标及经营效率对比情况

| 对比指标       | 公司    | 粤高速 A | 东莞控股  | 赣粤高速  | 现代投资  | 福建高速  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产周转次数（次） | 0.13  | 0.18  | 0.09  | 0.17  | 0.11  | 0.17  |
| 营业利润率（%）   | 29.63 | 63.99 | 67.28 | 37.22 | 26.98 | 55.22 |
| 利润总额（亿元）   | 16.47 | 31.65 | 9.84  | 19.22 | 7.17  | 15.80 |
| 净资产收益率（%）  | 3.70  | 17.52 | 7.79  | 6.42  | 3.56  | 7.78  |

注：广东省高速公路发展股份有限公司简称为粤高速 A，东莞发展控股股份有限公司简称为东莞控股，江西赣粤高速公路股份有限公司简称为赣粤高速，现代投资股份有限公司简称为现代投资，福建发展高速公路股份有限公司简称为福建高速  
资料来源：Wind、联合资信整理

### （二）管理水平

跟踪期内，公司取消监事会，由公司审计委员会行使监事会的职权；有部分董事、高管成员因年届退休、工作变动等辞任，亦有新任的成员，上述人员变更系正常人事变动，对公司经营发展无重大不利影响。截至 2025 年末，公司缺位董事会成员均已到位。公司主要管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

<sup>1</sup> 根据中国人民银行《企业信用报告（自助查询版）》，截至 2026 年 4 月 30 日，公司本部无已结清或未结清的关注/不良信贷信息，过往履约情况良好。根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2026 年 5 月 7 日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及重大被行政处罚等行为。

### (三) 经营方面

#### 1 业务经营分析

跟踪期内，公司经营平稳，收入占比高的通行费收入毛利率下滑带动公司综合毛利率继续下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况

| 业务板块 | 2023 年     |           |            | 2024 年     |           |            | 2025 年     |           |            |
|------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|
|      | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) |
| 通行费  | 53.75      | 57.82     | 50.38      | 50.53      | 54.66     | 48.27      | 51.24      | 55.31     | 45.14      |
| 大环保  | 16.18      | 17.41     | 22.42      | 14.09      | 15.24     | 13.19      | 15.18      | 16.38     | 16.54      |
| 其他   | 23.02      | 24.77     | 11.95      | 27.83      | 30.10     | 10.63      | 26.23      | 28.31     | 9.29       |
| 合计   | 92.95      | 100.00    | 36.00      | 92.46      | 100.00    | 31.60      | 92.64      | 100.00    | 30.30      |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2026 年 1—3 月，公司实现收入 17.59 亿元，同比变化不大，综合毛利率为 39.38%。

#### (1) 收费公路业务

公司经营和投资的收费公路车流量较稳定，路产单公里收益继续上升、处于行业高水平，路产质量高。但部分路产剩余收费年限短且面临维护成本上升风险，公司未来收入情况有待关注。

截至 2026 年 3 月末，公司控股及参股的高速公路项目共 16 个，所投资或经营的高速公路里程数按权益比例折算约 613 公里，全部为经营性高速公路。公司经营和投资的高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区，还通过股权并购向湖南省和江苏省拓展。从路产到期日看，公司有 5 条控股、3 条参股高速公路收费权将于 2026、2027 年到期，5 条控股路产里程合计占公司总控股路产里程的 17.14%，占日均通行费收入总额的 19.37%，上述路产剩余收费年限短且面临维护成本上升风险，其中部分路产计划通过改扩建延长经营期（见主要项目建设情况表）、部分路产暂无改扩建计划，公司未来收入情况有待关注。

图表 5 • 截至 2026 年 3 月末公司控股及参股高速公路收费公路情况

| 序号 | 项目    | 权益比例<br>(%) | 持股情况 | 位置       | 收费里程<br>(公里) | 车道数量<br>(条) | 状况              | 收费到期日<br>(年、月)            |
|----|-------|-------------|------|----------|--------------|-------------|-----------------|---------------------------|
| 1  | 梅观高速  | 100.00      | 控股   | 深圳       | 5.40         | 8           | 营运              | 2027.03                   |
| 2  | 机荷东段  | 100.00      | 控股   | 深圳       | 23.70        | 6           | 营运              | 2027.03                   |
| 3  | 机荷西段  | 100.00      | 控股   | 深圳       | 21.80        | 6           | 营运              | 2027.03                   |
| 4  | 水官高速  | 50.00       | 控股   | 深圳       | 20.00        | 10          | 营运              | 2026.04                   |
| 5  | 水官延长段 | 40.00       | 参股   | 深圳       | 6.30         | 6           | 营运              | 2026                      |
| 6  | 沿江项目  | 100.00      | 控股   | 深圳       | 36.60        | 8           | 营运              | 2038.11                   |
| 7  | 外环项目  | 100.00      | 控股   | 深圳       | 76.80        | 6           | 一期、二期营运<br>三期在建 | 预计 2045.12<br>(最终以政府批复为准) |
| 8  | 龙大高速  | 89.93       | 控股   | 深圳       | 4.43         | 6           | 营运              | 2027.10                   |
| 9  | 阳茂高速  | 25.00       | 参股   | 广东       | 79.80        | 8           | 营运              | 2027.07                   |
| 10 | 广州西二环 | 25.00       | 参股   | 广东       | 40.20        | 6           | 营运              | 2030.12                   |
| 11 | 清连高速  | 76.37       | 控股   | 广东       | 216.00       | 4           | 营运              | 2034.06                   |
| 12 | 益常高速  | 40.00       | 参股   | 湖南       | 78.30        | 4           | 营运              | 2034.03                   |
| 13 | 长沙环路  | 51.00       | 控股   | 湖南       | 34.70        | 4           | 营运              | 2029.10                   |
| 14 | 南京三桥  | 35.00       | 参股   | 江苏       | 15.60        | 6           | 营运              | 2030.10                   |
| 15 | 西线高速  | 50.00       | 参股   | 广州、佛山、中山 | 98.00        | 6           | 营运              | 2038.01                   |
| 16 | 广深高速  | 45.00       | 参股   | 深圳、东莞、广州 | 122.80       | 6           | 营运              | 2027.06                   |

注：1. 公司对水官高速持股 50.00%，水官高速项目公司董事会由 7 名董事组成，公司有权提名其中 5 名董事，占董事会席位超过半数，对水官高速形成实际控制，因此水官高速为公司控股路产；2. 公司对西线高速持股 50.00%，西线高速项目公司约定主要决策需要所有合营伙伴的一致同意后实施，各股东方对该公司实施共同控制，因此西线高速为公司参股路产；3. 2024 年 3 月，公司以益常高速收费公路权益及其附属设施作为底层基础设施项目申报发售公募基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）并持有该 REITs 40.00% 份额，因此公司对益常高速权益由 100.00% 变更为通过 REITs 间接持有 40.00%；4. 部分收费公路收费到期日为未考虑因 2020 年初免费 79 天而按各地政策延长收费期限的日期。

资料来源：公司年报及公司提供

2025年，受益于深圳市路网贯通效应释放以及不利天气干扰减少等，公司通行费收入同比平稳增长。具体收费公路项目的营运表现还受到行业政策、周边竞争性或协同性路网变化、项目自身的建设或维修、实施城市交通组织方案等因素以及其他运输方式的正面或负面的影响。2024—2025年，公司控股路产年单公里收益继续上升，分别为1149.98万元和1166.02万元，路产质量高。

图表6·公司控股及参股高速公路运营情况

| 序号 | 项目    | 日均通行费收入（千元） |       |       |           | 日均混合车流量（千辆次） |       |       |           |
|----|-------|-------------|-------|-------|-----------|--------------|-------|-------|-----------|
|    |       | 2023年       | 2024年 | 2025年 | 2026年1—3月 | 2023年        | 2024年 | 2025年 | 2026年1—3月 |
| 1  | 梅观高速  | 427         | 431   | 413   | 359       | 164          | 165   | 163   | 147       |
| 2  | 机荷东段  | 1861        | 1830  | 1893  | 1861      | 318          | 309   | 322   | 314       |
| 3  | 机荷西段  | 1498        | 1495  | 1551  | 1499      | 218          | 223   | 234   | 223       |
| 4  | 水官高速  | 1742        | 1729  | 1716  | 1643      | 269          | 263   | 263   | 251       |
| 5  | 水官延长段 | 214         | 191   | 182   | 177       | 64           | 59    | 56    | 54        |
| 6  | 沿江项目  | 1724        | 2012  | 2155  | 2169      | 189          | 205   | 226   | 228       |
| 7  | 外环项目  | 3270        | 3196  | 3318  | 3223      | 307          | 310   | 336   | 329       |
| 8  | 龙大高速  | 427         | 434   | 420   | 388       | 165          | 168   | 166   | 156       |
| 9  | 清连高速  | 1862        | 1729  | 1881  | 2287      | 51           | 48    | 51    | 57        |
| 10 | 广深高速  | 7924        | 7883  | 7718  | 6899      | 632          | 632   | 642   | 584       |
| 11 | 西线高速  | 3572        | 3466  | 3096  | 3078      | 270          | 268   | 267   | 252       |
| 12 | 阳茂高速  | 2064        | 2089  | 2051  | 2304      | 55           | 56    | 56    | 63        |
| 13 | 广州西二环 | 1366        | 1395  | 1374  | 1277      | 91           | 96    | 94    | 89        |
| 14 | 长沙环路  | 730         | 717   | 689   | 666       | 96           | 96    | 91    | 87        |
| 15 | 南京三桥  | 1510        | 1435  | 1537  | 1083      | 39           | 36    | 38    | 51        |
| 16 | 益常高速  | 1184        | 1063  | 946   | 1543      | 61           | 55    | 46    | 40        |

注：1. 通行费收入为不含税收入；2. 日均混合车流量数据不包含在实施节假日免费方案期间通行的免费车流量；3. 沿江项目自2021年1月1日至2024年12月31日通行的货车按照收费标准的50.00%收取通行费，免收的50.00%通行费将由深圳市政府于次年的3月一次性补偿支付，补偿收入在当期确认为通行费收入，计入“应收账款”，自2025年起沿江项目货车运输按正常收费标准收费；沿江二期于2024年6月30日开通运营，目前尚无法拆分沿江二期的车流量数据进行合并统计，因此上表中沿江项目的车流量数据仅为沿江一期车流量数据，不包含沿江二期车流量数据；沿江项目的路费收入数据包含沿江一期及二期。  
资料来源：公司年报及2026年一季报

## （2）大环保业务

公司大环保业务主要包括固废资源化处理及清洁能源发电，其中清洁能源以风力发电为主，跟踪期内，受风力资源下降及弃风率上升等因素影响，公司风力发电收入规模有所下降；有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，且随着餐饮消费市场回暖、餐厨垃圾量上升，公司实现餐厨垃圾处理项目运营收入规模提升。

图表7·公司大环保业务收入及毛利率情况

| 业务板块           | 2023年        |               |              | 2024年        |               |              | 2025年        |              |              |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)     | 毛利率<br>(%)   | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)     | 毛利率<br>(%)   | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)    | 毛利率<br>(%)   |
| 与风机设备销售相关      | 0.01         | 0.03          | -2485.56     | 0.00         | 0.00          | --           | 0.00         | 0.00         | --           |
| 清洁能源发电         | 6.52         | 40.31         | 57.72        | 5.49         | 38.97         | 44.41        | 5.44         | 5.87         | 45.80        |
| 餐厨垃圾处理项目建造     | 0.64         | 3.94          | -72.09       | -0.18        | -1.27         | 275.68       | 0.33         | 0.36         | -68.96       |
| 餐厨垃圾处理项目运营     | 6.29         | 38.86         | 7.40         | 6.94         | 49.24         | 7.34         | 7.80         | 8.42         | 8.13         |
| 餐厨垃圾处理设备销售     | 0.23         | 1.43          | 24.53        | 0.08         | 0.54          | -130.52      | 0.06         | 0.06         | -85.30       |
| 其他             | 2.50         | 15.43         | -2.71        | 1.76         | 12.52         | -28.23       | 1.55         | 1.67         | -21.99       |
| <b>大环保业务小计</b> | <b>16.18</b> | <b>100.00</b> | <b>22.42</b> | <b>14.09</b> | <b>100.00</b> | <b>13.19</b> | <b>15.18</b> | <b>16.38</b> | <b>16.54</b> |

注：1. 2024年，餐厨垃圾处理项目建造收入存在冲减导致其为负；2. 其他包括拆车及电池综合利用等；3. 尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司年报及公司提供

### ① 清洁能源发电

截至 2026 年 3 月末，公司投资和经营的清洁能源发电项目 7 个，按权益比例折算的累计装机容量为 686 兆瓦，相关电场均为已建成并网项目，所在地风资源较为丰富，电力消纳较有保障。2025 年，受风力资源下降及弃风率上升等因素影响，公司风力发电收入同比下降。电价补贴方面，截至 2025 年末公司累计尚未收到的电费补贴为 10.21 亿元，体现在“长期应收款”中。

图表 8 • 公司清洁能源发电项目主要营运数据

| 项目   | 公司控股比例 | 收入合并比例 | 装机容量<br>(兆瓦 MW) | 上网电量 (亿千瓦时 GWH) |        |        |              | 发电业务收入 (亿元) |        |        |              |
|------|--------|--------|-----------------|-----------------|--------|--------|--------------|-------------|--------|--------|--------------|
|      |        |        |                 | 2023 年          | 2024 年 | 2024 年 | 2026 年 1—3 月 | 2023 年      | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
| 包头南风 | 100%   | 100%   | 247.50          | 78.32           | 58.76  | 68.30  | 14.76        | 2.46        | 1.83   | 1.96   | 0.39         |
| 新疆木垒 | 100%   | 100%   | 299.00          | 65.12           | 64.82  | 61.64  | 13.07        | 3.00        | 2.97   | 2.88   | 0.61         |
| 永城助能 | 100%   | 100%   | 32.00           | 8.32            | 7.13   | 7.48   | 2.32         | 0.41        | 0.24   | 0.21   | 0.06         |
| 中卫甘塘 | 100%   | 100%   | 49.50           | 12.11           | 10.83  | 10.48  | 3.09         | 0.65        | 0.27   | 0.19   | 0.05         |
| 樟树高传 | 100%   | 100%   | 20.00           | --              | 5.18   | 5.12   | 1.10         | --          | 0.19   | 0.18   | 0.04         |
| 淮安中恒 | 20%    | --     | 99.40           | 22.26           | 19.47  | 23.26  | 5.62         | 1.06        | 0.90   | 1.10   | 0.26         |
| 晟能乾泰 | 100%   | 100%   | 3.40            | --              | 0.17   | 0.40   | 0.08         | --          | 0.01   | 0.02   | 0.004        |

注：1. 上网电量为按电网结算周期核算的数据，风力发电业务收入中包含按上网电量计算的电价补贴收入；2. 樟树高传项目于 2023 年 12 月起纳入公司合并报表范围；3. 晟能乾泰为公司自主开发的分布式光伏试点项目，于 2024 年 7 月并网发电投入运营；4. 上表发电业务收入中含有少量风机运维收入，列报在大环保—其他收入中  
资料来源：公司年报及 2026 年一季报

### ② 固废资源化处理

截至 2026 年 3 月末，公司有机垃圾设计处理规模超过 6300 吨/日，其中设计规模约 5126.5 吨/日的项目已进入商业运营，其余处于试运营阶段，经营模式主要为 BOT 等方式，为政府客户提供有机固废和生活垃圾（包括餐饮垃圾、厨余垃圾、园林垃圾等）无害化处理，并将处理后的资源化产品销售给下游客户。2025 年，随着垃圾处理量提升，以及公司在建有机垃圾处理项目陆续转入商业运营，公司餐厨垃圾处理项目运营收入持续提升，同时，受油脂价格上涨及子公司深高蓝德环保科技集团股份有限公司（以下简称“蓝德环保”）泰州项目本年完成调价等综合影响，2025 年业务毛利率提升。

2023 年以来，公司对蓝德环保业务结构进行了调整，明确了以运营业务为主的经营策略，逐步收缩、终止亏损严重的 EPC 工程及装备制造业务。

图表 9 • 公司有机垃圾处理项目主要营运数据

| 项目    | 主要业务区域 | 公司控股比例 | 收入合并比例 | 有机垃圾处理量 (万吨) |        |        |                 | 运营收入 (亿元) |        |        |                 |
|-------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|-----------------|-----------|--------|--------|-----------------|
|       |        |        |        | 2023 年       | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年<br>1—3 月 | 2023 年    | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年<br>1—3 月 |
| 蓝德环保  | 全国多地   | 92.73% | 100%   | 109.06       | 107.43 | 106.05 | 24.90           | 4.76      | 4.83   | 5.40   | 1.29            |
| 利赛环保  | 广东省深圳市 | 70%    | 100%   | 29.23        | 20.47  | 18.03  | 4.40            | 1.50      | 1.36   | 1.20   | 0.29            |
| 邵阳项目  | 湖南省邵阳市 | 100%   | 100%   | 3.71         | 4.29   | 4.27   | 1.10            | 0.26      | 0.38   | 0.36   | 0.09            |
| 光明环境园 | 广东省深圳市 | 100%   | 100%   | --           | 7.91   | 14.86  | 3.10            | --        | 0.44   | 0.88   | 0.20            |

注：1. 上表中运营收入包括按垃圾处理量计算的预计补贴收入；2. 光明环境园项目于 2025 年 2 月起正式转入商业运营  
资料来源：公司年报及 2026 年一季报

### ③ 拆车及电池综合利用

公司子公司深圳深汕特别合作区乾泰技术有限公司（以下简称“深汕乾泰”）具备报废机动车回收拆解资质，可提供燃油车报废回收处置服务和新能源汽车及退役动力电池一体化资源综合利用服务。2023—2025 年，该业务收入规模和毛利率持续下降，在动力电池回收及销售业务方面，主要受锂电材料价格持续承压影响；在报废车业务方面，主要受废金属市场价格下降及报废车回收规模受限影响。

#### (3) 委托管理及其他基础设施开发

公司依托重资产行业管理和建设经验拓展主业联动相关业务，丰富公司收入结构；同时新建、改扩建高速项目可为高速公路收入提供有利支撑，但公司出资部分尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

图表 10 • 公司其他业务收入及毛利率情况

| 业务板块          | 2023 年       |               |              | 2024 年       |               |              | 2025 年       |               |             |
|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
|               | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)     | 毛利率<br>(%)   | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)     | 毛利率<br>(%)   | 收入<br>(亿元)   | 占比<br>(%)     | 毛利率<br>(%)  |
| 委托建设与管理服务     | 5.09         | 22.11         | 26.55        | 4.44         | 15.95         | 8.68         | 3.09         | 11.78         | 9.34        |
| 特许经营安排下的建造服务  | 13.47        | 58.50         | 0.00         | 19.64        | 70.56         | 8.72         | 19.96        | 76.10         | 5.77        |
| 融资租赁          | 0.95         | 4.14          | 58.09        | 0.69         | 2.46          | 25.63        | 0.59         | 2.25          | 14.31       |
| 房地产开发         | 0.90         | 3.90          | 28.85        | 0.29         | 1.05          | 26.82        | 0.46         | 1.75          | 18.75       |
| 广告            | 0.09         | 0.39          | 21.44        | 0.03         | 0.12          | -38.98       | 0.01         | 0.04          | -319.18     |
| 其他            | 2.52         | 10.96         | 22.55        | 2.74         | 9.85          | 22.64        | 2.12         | 8.08          | 40.34       |
| <b>其他业务小计</b> | <b>23.02</b> | <b>100.00</b> | <b>11.95</b> | <b>27.83</b> | <b>100.00</b> | <b>10.63</b> | <b>26.23</b> | <b>100.00</b> | <b>9.29</b> |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

### ① 委托建设与管理服务

公司依托在公路建设和运营相关领域积累的专业技能和经验，持续开展或参与公路等基础设施项目的建设和运维管理业务，同时拓展与公路主业联动的土地综合开发、高速公路沿线土地规划调整带来的城市更新等业务。2023—2025 年，公司委托建设与管理服务收入持续下降，主要系龙里河大桥项目、比孟项目陆续完工以及路产养护工程量减少所致。截至 2025 年末，公司主要在建项目见下表，其中公司出资部分计划总投资 341.77 亿元，已完成投资 123.50 亿元，存在一定资金支出压力。

图表 11 • 截至 2025 年末公司主要项目建设情况

| 项目名称           | 建设模式  | 资金筹措方案 | 总投资金额（亿元）     | 已完成投资金额（亿元）   |
|----------------|-------|--------|---------------|---------------|
| 货运组织调整项目       | 代建    | 委托方出资  | 14.74         | 13.51         |
| 深汕环境园项目        | 代建    | 委托方出资  | 57.63         | 29.48         |
| 外环项目（一期、二期和三期） | 代建+自建 | 委托方出资  | 132.97        | 113.11        |
|                |       | 公司出资   | 149.47        | 86.65         |
| 机荷改扩建          | 自建    | 公司出资   | 192.30        | 36.85         |
| <b>合计</b>      | --    | --     | <b>547.11</b> | <b>279.61</b> |

注：机荷改扩建项目投资情况仅列示公司自建出资情况

资料来源：公司提供

外环项目（外环高速公路深圳段）全长约 77 公里，分三期建设。其中，一期和二期由公司 and 政府出资代表共建，已通车运营，公司享有 100.00% 权益，入账价值为公司出资部分。三期为公司自建项目，全长约 16.8 公里，2024 年全线开工建设，截至 2025 年末外环项目三期完成约 27% 工程形象进度。

机荷改扩建项目是《粤港澳大湾区发展规划纲要》中提及的重大交通基础设施项目，该项目采用立体复合通道模式，建设工程将分地面层和立体层，均采用双向 8 车道高速公路标准，全长约 41.4 公里。截至 2025 年末，机荷改扩建项目主体工程已全面开工建设，已完成约 20% 工程形象进度。

此外，公司参股的广深高速项目公司计划对其部分路段进行扩建，其中，穗莞段<sup>2</sup>已开工，该路线全长约 71.13 公里，主要采用整体式双向十车道为主的扩建方式，预计总投资约 281 亿元，为满足资金需求，各股东共同签署增资协议，其中公司子公司按持股比例认缴注册资本金 32.85 亿元（或等值外币），项目已全面开工建设，截至 2025 年末，子公司深圳投控湾区发展有限公司已实缴注册资本 2.95 亿元。深圳段<sup>3</sup>改扩建工程全长约 47.07 公里，先行段于 2025 年底开工建设。

### ② 特许经营安排下的建造服务

公司以总额法按进度确认特许经营安排下的建造服务收入，确认收入的项目主要为餐厨垃圾处理、沿江二期、机荷改扩建及光明环境园等项目。因项目工程量增加，2025 年，公司按进度确认的建造服务收入规模增加；2024 和 2025 年，部分项目工程进度达到确认利润的条件，公司采用成本加成法确定相应建造服务利润。

<sup>2</sup> 穗莞段指京港澳高速公路广州火村至东莞长安段及广佛高速公路广州黄村至火村段。

<sup>3</sup> 深圳段指京港澳高速公路深圳段。

### ③ 土地项目开发与管理

公司土地项目开发与管理主要项目为贵龙区域开发项目、梅林关更新项目。

贵龙区域开发项目由子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）负责运营。贵深公司对贵州省黔南州龙里县 1075 亩土地自主进行二级开发，项目位于贵龙经济带，名为“悠山美墅”。截至 2025 年末，悠山美墅一期及二期 A 组团推出的住宅已全部交付使用并回款，二期 B 组团的商业配套物业去化率约 84.50%，三期 A 组团的住宅去化率约 99.6%，三期 B 组团的商业配套物业正在建设中，三期 C 组团已完工，其中商业配套物业已全部销售，洋房去化率约 30.40%。受房地产市场行情影响，公司房地产收入规模整体较小。截至 2025 年末，该项目计划总投资约 29 亿元，已完成投资 18.37 亿元，已销售 23.93 亿元，已确认收入 22.98 亿元。

公司和万科企业股份有限公司共同投资深圳市深国际联合置地有限公司<sup>4</sup>（以下简称“联合置地”），公司持股比例为 34.30%。联合置地主要业务为梅林关更新项目的投资、开发和经营，项目位于深圳市龙华区，地块的土地面积约为 9.6 万平方米，梅林关更新项目住宅部分均已销售完毕。该项目还包括已建成的约 19 万平方米的办公、商业及商务公寓综合建筑，其中，办公物业除已向原回迁业主交付的部分外，其余部分已启动对外销售；截至 2025 年末，商业及商务公寓已部分售出，其余正面向市场销售。2023—2025 年，公司参股联合置地为公司带来投资收益分别为 6.25 亿元、0.85 亿元和-0.31 亿元，2023 年规模较大主要系当年和颂轩集中交房所致。

## 2 未来发展

公司将持续推动存量资产提质增效，培育新动能，但亦面临较大的资本支出压力。具体看，收费公路方面，公司推进机荷改扩建、外环三期等重大项目建设，深化道路安全生命周期养护，加大智慧高速建设，把握优质路产投资并购机会，开发沿线土地资源。大环保方面，强化存量风电项目管理，推进高速公路沿线分布式光伏建设，关注新型储能技术应用，优化餐厨垃圾处理项目运营，加强废旧电池回收利用。资本支出方面，公司预计 2026—2028 年末，资本性支出总额约为 181 亿元，计划使用自有资金和借贷等方式来满足资金需求。

## （四）财务方面

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。2026 年一季度财务报表未经审计。公司会计政策执行新会计准则解释；公司根据实际情况调整部分高速项目经营期内的预测车流量结果，调整相关高速项目的单位摊销额的会计估计，上述调整对合并报表影响不大。合并范围方面，2023—2025 年及 2026 年 1—3 月，公司合并范围内变动的子公司规模不大。整体看，公司财务数据可比性强。

### 1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司财务数据整体变动不大，资产仍以参控股高速公路特许经营权为主，控股的特许经营权均已产生持续的规模性收入，对外投资为公司带来持续的投资收益，整体资产质量较高。公司业务经营相对平稳，但 2024 年以来资产减值和信用减值计提规模明显增加，盈利指标表现下滑。2025 年 3 月，公司完成 A 股定向增发，现金类资产规模明显增加、资本实力进一步增强。公司债务规模小幅下降，整体债务负担维持适中水平，2025 年筹资活动转为净流入。由于重大项目建设和对外投资，公司投资活动净流出规模扩大，公司仍处于资本支出高峰期，预计后续将保持较大对外筹资需求。

图表 12 • 公司主要资产情况

| 项目           | 2023 年末       |              | 2024 年末       |              | 2025 年末       |              | 2026 年 3 月末   |              |
|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|              | 金额 (亿元)       | 占比 (%)       | 金额 (亿元)       | 占比 (%)       | 金额 (亿元)       | 占比 (%)       | 金额 (亿元)       | 占比 (%)       |
| <b>流动资产</b>  | <b>69.52</b>  | <b>10.30</b> | <b>76.44</b>  | <b>11.31</b> | <b>125.88</b> | <b>17.66</b> | <b>129.50</b> | <b>18.25</b> |
| 货币资金         | 21.52         | 3.19         | 29.09         | 4.31         | 51.53         | 7.23         | 56.72         | 7.99         |
| 交易性金融资产      | 4.69          | 0.69         | 1.30          | 0.19         | 25.57         | 3.59         | 23.45         | 3.30         |
| <b>非流动资产</b> | <b>605.56</b> | <b>89.70</b> | <b>599.14</b> | <b>88.69</b> | <b>587.01</b> | <b>82.34</b> | <b>580.22</b> | <b>81.75</b> |
| 长期股权投资       | 187.16        | 27.72        | 197.55        | 29.24        | 196.55        | 27.57        | 198.36        | 27.95        |
| 固定资产         | 73.29         | 10.86        | 74.00         | 10.95        | 69.56         | 9.76         | 68.30         | 9.62         |

<sup>4</sup>截至 2026 年 4 月 5 日，联合置地近一年存在 5 笔被执行信息，标的总金额 4763.76 万元，同时联合置地实控人存在债券展期情形。

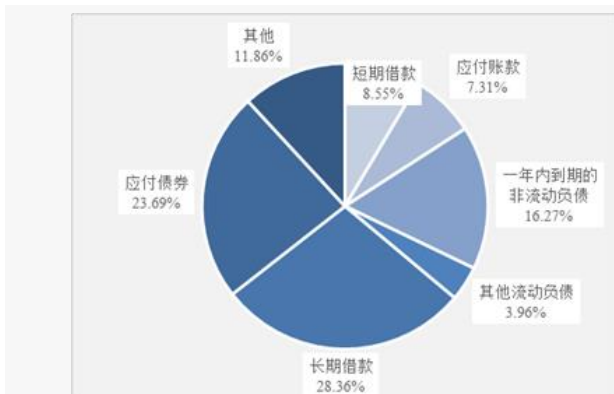
|             |               |               |               |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 无形资产        | 268.09        | 39.71         | 248.44        | 36.77         | 249.21        | 34.96         | 246.84        | 34.78         |
| <b>资产总额</b> | <b>675.07</b> | <b>100.00</b> | <b>675.58</b> | <b>100.00</b> | <b>712.89</b> | <b>100.00</b> | <b>709.71</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：联合资信根据财务数据整理

截至 2025 年末，公司货币资金主要为银行存款，货币资金中受限资金 6.51 亿元，为共管账户资金、工程管理专项账户、诉讼冻结款、保证金。交易性金融资产主要为结构性存款（A 股定增后部分闲置资金购买结构性存款）。长期股权投资对象主要为参股高速项目、参股地产项目的合资公司和重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境”），持续为公司贡献投资收益。固定资产主要由房屋及建筑物和机械设备构成；累计计提折旧 34.89 亿元，计提减值准备 0.49 亿元。无形资产主要为与收费公路相关的特许经营权（占 83.32%，采用车流量法在收费公路经营期限内进行摊销）和餐厨垃圾处理相关的特许经营权（占 16.50%）；累计计提摊销 167.52 亿元，计提减值准备 40.35 亿元，均已产生持续性的规模收益；2024 年公司无形资产有所下降主要系益常高速用于公募 REITs 发行出表转入长期股权投资核算所致。截至 2025 年末，公司受限资产 138.97 亿元，占资产总额的 19.49%，其中除货币资金外，还有因借款质押受限的无形资产 134.90 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司资产总额及结构较上年末变化不大。

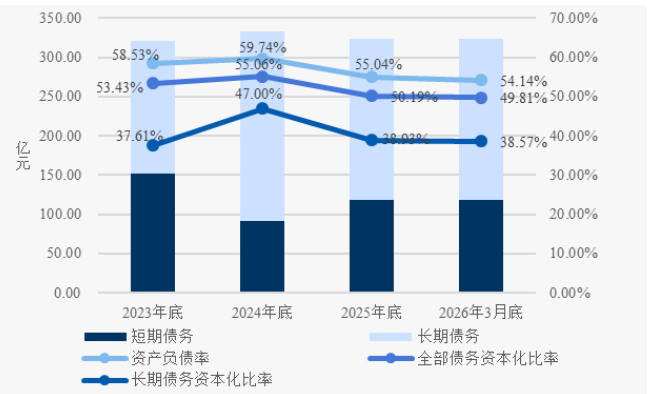
2025 年末，公司所有者权益 320.52 亿元，较上年末增长 17.83%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 7.92%、27.09%、12.48%和 26.92%，其中其他权益工具为永续债。整体看，所有者权益稳定性一般。2025 年 3 月，公司完成向特定对象发行 A 股股票 3.57 亿股，募集资金净额 46.79 亿元，主要用于深圳外环高速公路深圳段项目建设和偿还有息债务；发行后公司实收资本增加 3.57 亿元至 25.38 亿元，资本公积增加 43.22 亿元至 87.14 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构较上年末变化不大。

图表 13 • 截至 2025 年末公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 14 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2025 年末，公司债务规模小幅下降，公司全部债务 322.97 亿元，以银行类借款（49.49%）和债券（48.54%）为主，公司短期债务占比有所上升，债务结构仍有待优化。截至 2026 年 3 月末，公司负债和债务规模较上年末分别下降 8.14%和 0.01%，整体看，公司债务负担适中。

图表 15 • 截至 2026 年 4 月 22 日公司存续债券情况

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

|          |       |            |   |      |       |       |            |            |
|----------|-------|------------|---|------|-------|-------|------------|------------|
| 25 深高 01 | 一般公司债 | 2025/03/10 | 5 | 2.29 | 23.00 | 23.00 | --         | 2030/03/12 |
| 25 深高 Y1 | 一般公司债 | 2025/04/14 | 3 | 2.05 | 10.00 | 10.00 | 2028/04/16 | 2028/04/16 |
| 25 深高 Y2 | 一般公司债 | 2025/04/14 | 5 | 2.20 | 10.00 | 10.00 | 2030/04/16 | 2030/04/16 |
| 25 深高 Y3 | 一般公司债 | 2025/05/09 | 3 | 2.18 | 10.00 | 10.00 | 2028/05/13 | 2028/05/13 |
| 25 深高 Y4 | 一般公司债 | 2025/05/09 | 5 | 2.05 | 10.00 | 10.00 | 2030/05/13 | 2030/05/13 |
| 26 深高 01 | 一般公司债 | 2026/01/05 | 5 | 1.98 | 15.00 | 15.00 | --         | 2031/01/06 |

注：1. 表中包含计入应付债券、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的存续债券，包含计入权益中的永续债，未包含 REITs；2. 表中债券余额为票面价值（面值 100 元）、票面利率为发行时票面利率  
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

盈利能力方面，2025 年，公司经营平稳，收入规模变动不大，但需关注部分收费公路到期后收费政策。通行费毛利率受部分路产变更单位摊销额、专项维修费和人工支出增加等影响有所下降；大环保业务毛利率同比上升。期间费用受益于财务费用的持续下降而下降。2024—2025 年，公司投资收益主要来自参股德润环境和参股高速项目、参股地产项目等，投资收益占利润总额比重分别为 58.30%和 46.30%，对利润贡献程度较高，公司投资收益受被投资单位经营等影响而波动较大。公司对清洁能源发电以及委托建设与管理服务等业务形成的应收类款项、对外投资企业和固废资源化处理业务资产进行减值计提，2024 年公司计提减值损失共 5.84 亿元<sup>5</sup>，其中长期资产（无形资产、固定资产及在建工程）减值准备 2.20 亿元、存货跌价准备 1.64 亿元、应收类款项坏账准备 2.00 亿元；2025 年，公司计提减值损失 7.46 亿元，其中长期资产<sup>6</sup>（商誉、长期股权投资、无形资产、固定资产）减值损失 5.05 亿元、存货减值损失 0.95 亿元、合同资产减值损失 0.61 亿元、应收类减值损失 0.84 亿元。

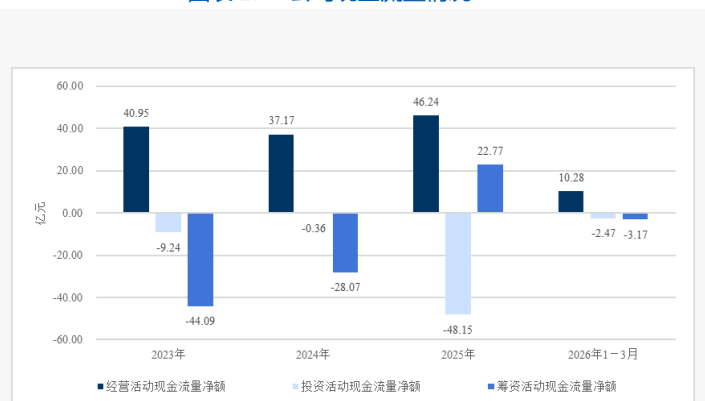
经营获现方面，2023—2025 年，公司收入实现质量有所波动，公司经营活动现金流入主要为路费收入和大环保业务产生，通行费业务款项结算较为及时，但大环保业务和委托管理及其他基础设施开发业务结算存在一定的滞后，形成较大规模应收类款项；经营活动产生的现金流出主要为材料采购和职工薪酬、税费支出，公司经营活动现金持续净流入。公司投资活动产生的现金流入主要来自收回投资款及处置子公司等收到的现金，投资活动产生的现金流出主要为资产、股权和项目投资款，投资活动现金持续净流出，2025 年净流出规模扩大。公司目前处于夯实主业与培育新动能并行的关键阶段，机荷改扩建、外环三期等重大项目仍处于资本支出的高峰期，预计后续投资活动仍将保持较大净流出规模。公司筹资活动现金流入主要为借款、发行债券和定增等融资形成的现金流入，筹资活动现金流出主要为偿还到期债务本息的现金流出，2025 年筹资活动现金转为净流入。

图表 16 • 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

| 项目         | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1—3 月 |
|------------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入      | 92.95  | 92.46  | 92.64  | 17.59        |
| 营业成本       | 59.49  | 63.24  | 64.57  | 10.67        |
| 期间费用       | 17.77  | 15.44  | 12.33  | 2.25         |
| 投资收益       | 15.05  | 10.25  | 7.63   | 2.36         |
| 信用减值损失     | 1.32   | 3.84   | 6.62   | 0.02         |
| 资产减值损失     | 1.00   | 2.00   | 0.84   | -0.06        |
| 利润总额       | 29.16  | 17.58  | 16.47  | 6.73         |
| 营业利润率 (%)  | 35.55  | 30.97  | 29.63  | 38.60        |
| 总资本收益率 (%) | 6.01   | 3.76   | 3.18   | --           |
| 净资产收益率 (%) | 8.52   | 4.48   | 3.70   | --           |

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 17 • 公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

<sup>5</sup> 长期资产方面，蓝德环保对已退出的装备制造及工程建造业务相关资产进行清查和减值评估，并对餐厨垃圾处理项目特许经营无形资产进行减值测试评估，根据测试评估结果计提固定资产和无形资产减值准备合计 1.46 亿元；对深汕乾泰特许经营权合同权益账面净值全额计提无形资产减值准备 0.39 亿元；对深圳高速新能源控股有限公司（以下简称“新能源公司”）及南京风电科技有限公司（以下简称“南京风电”）相关无形资产、固定资产及在建工程等计提减值准备共计 0.36 亿元。存货方面，南京风电对已生产但合同对方未能履约导致的库存/已发出风机，综合考虑对方财务履约能力、年底市场价格参考、后续材料及加工费等因素后共计计提存货跌价准备 0.46 亿元，对长期未用且使用价值不大的备品备件和样机等全额计提存货跌价准备 0.12 亿元；蓝德环保对退出的装备制造及工程建造业务相关存货共计计提存货跌价准备 0.21 亿元；深汕乾泰因市场价格下跌计提电池等相关材料存货跌价准备 0.25 亿元；贵深公司参考周边市场价格及考虑未来销售策略，对悠山美墅已开发的待售商品房计提跌价准备 0.51 亿元。应收款项方面，公司以预期信用损失为基础，对以摊余成本计量的金融资产及合同资产进行减值会计处理并确认减值准备，主要包括应收账款、其他应收款、合同资产等，主要为南京风电、蓝德环保、新能源公司以及深汕乾泰等子公司计提的应收款项坏账准备。

<sup>6</sup> 主要长期资产方面，根据对若干餐厨垃圾处理项目特许经营无形资产减值测试评估结果计提无形资产减值准备 1.23 亿元；根据对包含商誉在内的长期股权投资资产组进行减值测试评估结果全额计提商誉减值准备 2.03 亿元及长期股权投资减值准备 1.71 亿元。

## 2 偿债指标变化

受益于 A 股定增完成，公司短期偿债指标明显改善，备用流动性充足，融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 18 • 公司偿债指标

| 项目     | 指标             | 2023 年（末） | 2024 年（末） | 2025 年（末） |
|--------|----------------|-----------|-----------|-----------|
| 短期偿债指标 | 流动比率（%）        | 35.06     | 53.92     | 74.93     |
|        | 速动比率（%）        | 28.23     | 46.20     | 69.44     |
|        | 现金短期债务比（倍）     | 0.17      | 0.33      | 0.65      |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）     | 65.08     | 51.29     | 49.81     |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 4.94      | 6.50      | 6.48      |
|        | EBITDA 利息倍数（倍） | 5.24      | 4.79      | 5.80      |

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，受 2025 年 3 月 A 股定增收到现金影响，2025 年末现金短期债务比有所提升；公司 EBITDA 对利息支出的保障能力强，公司长期偿债指标表现强。

截至 2025 年末，公司为悠山美墅的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，担保金额 2.59 亿元；若干工程履约等保函处于生效状态，担保金额约 6.41 亿元。整体看，公司或有负债风险可控。

截至 2025 年末，公司作为应诉方的未决诉讼、仲裁案件中，南京风电因合同纠纷涉案 2 起，合计金额约 2.16 亿元，案件均在一审阶段；贵深公司及下属子公司因股权转让合同纠纷涉诉金额 1.63 亿元；深圳高速私募产业投资基金管理有限公司因合伙协议纠纷涉诉金额 1.44 亿元，已立案，未组庭。

融资渠道方面，截至 2025 年末，公司未使用银行授信额度约 714.87 亿元，未使用债券注册额度 97.00 亿元。同时，公司分别在香港联合交易所和上海证券交易所上市，可申请股票增发进行融资。整体看，公司融资渠道畅通。

## 3 公司本部主要变化情况

公司本部向子公司任命或委派高管人员，制定及执行一系列对子公司的管理办法，本部对子公司管控力度强。公司资产和债务主要集中在本部，截至 2025 年末，公司本部资产、全部债务和所有者权益分别占合并口径的 73.26%、63.14%和 80.20%；公司本部全部债务资本化比率 44.23%，现金短期债务比 0.63 倍，整体债务负担适中。2025 年，公司本部营业总收入占合并口径的 22.73%，利润总额占合并口径的 66.19%。

### （五）ESG 方面

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

环境方面，公司建立环境管理机构与制度，设定双碳与环保目标；实施温室气体管控，建成全国首个高速公路零碳管理中心，推广光伏、沼气等清洁能源。污废管理较为规范，废气、废水 100%达标排放，推进固废循环利用与有机垃圾处理。公司绿色运营覆盖绿色建筑、节能改造、电子发票、BIM 智慧建造，深汕乾泰获评荣获“国家级绿色工厂”认证、获批“广东省锂电循环工程技术研究中心”。

社会责任方面，公司锚定“人一车一路一生活”四维一体运营模式，通过“自主研发+联合创新”推进智慧交通核心应用场景落地。公司依法纳税、稳定就业；保障员工薪酬福利，人均受训 38.42 小时，全覆盖职业健康与安全。公司建立服务质量与投诉处理机制，客户满意度 88.8 分，研发投入 4469.5 万元。公司将供应商纳入 ESG 考核，廉洁采购。此外，公司积极参与乡村振兴、公益捐赠与志愿服务，响应民生政策。

公司依法建立了完善的法人治理结构，内部管理体系健全，信息披露及时，在董事会实践、内控实践、可持续发展等方面获得多项国家级奖项。公司每年定期披露《环境、社会及管治报告》。董事会为公司最高管治单位，是公司 ESG 事宜的最高责任机构，负责审议和批准 ESG 战略、愿景与目标，审核和评估 ESG 事宜相关风险及重要性。董事会每年专门听取并审议公司《环境、社会和管治报告》，并对照设定的 ESG 相关目标检查实施进度，正式成立环境、社会及公司治理（ESG）委员会。2025 年，荣获中国上市公司协会“上市公司可持续发展最佳实践案例”，获得十余项 ESG 荣誉，“大湾区国企 ESG 发展指数”位列 23 位等。

## 七、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力，公司是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，持续获得外部支持。

公司实际控制人为深圳市国资委。深圳市经济发达，财政实力很强，具有很强的综合实力。

公司是深圳市最重要的高速公路投资建设及运营类上市公司，致力于打造优质交通基础设施，服务城市生活，公司经营和投资公路项目主要位于珠三角及中东部经济发达地区，连接机场、口岸及产业聚集区，在构建立体交通网络，促进区域经济协同发展方面发挥重要作用，区域重要性高。

公司持续获得外部支持。2023—2025年，公司其他收益分别为4583.00万元、2345.80万元和5854.69万元，主要为与日常活动相关的政府补助和税费返还及增值税加计扣除等。截至2025年末，公司递延收益2.31亿元，主要为高速公路运营费用补偿及政府补助；公司长期应收款中电费补贴收入10.21亿元。

## 八、永续债偿债指标分析

截至2026年3月末，公司存续期永续债为25深高Y1、25深高Y2、25深高Y3和25深高Y4，债券余额合计40.00亿元，计入“其他权益工具”中，若将其调整至2025年末的长期债务中，相关指标详见下表。

图表 19 • 公司永续债券偿还能力指标

| 项目              | 2024年  |
|-----------------|--------|
| 长期债务* (亿元)      | 244.35 |
| 经营现金流入/长期债务 (倍) | 0.33   |
| 经营现金/长期债务 (倍)   | 0.19   |
| 长期债务/EBITDA (倍) | 4.91   |

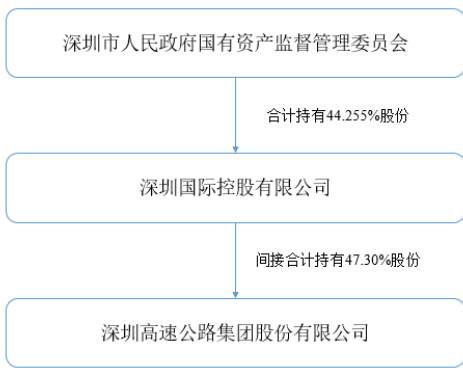
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA均采用上年度数据  
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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

## 九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21深高01”“22深高01”“23深圳高速MTN001”“23深圳高速MTN002”“24深高01”“24深高02”“24深高03”“25深高Y1”“25深高Y2”“25深高Y3”和“25深高Y4”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

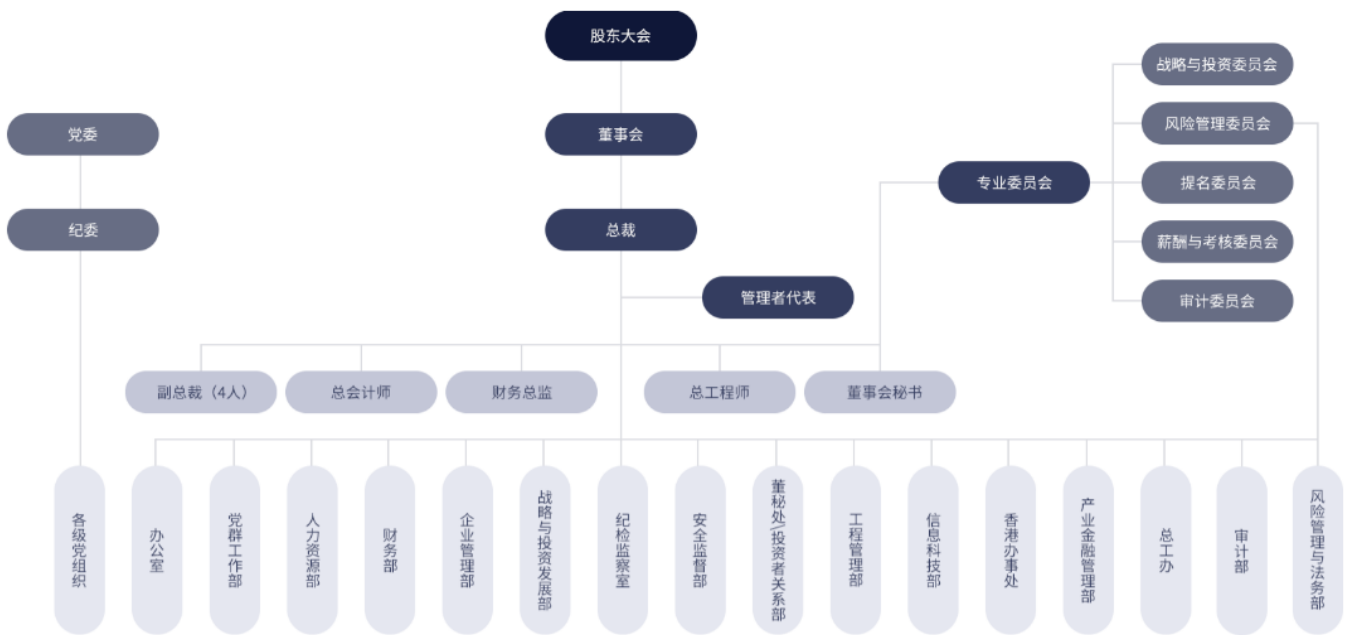
### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：联合资信整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）

## 深圳高速公路集团股份有限公司



资料来源：公司官网

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年末）

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

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

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目                | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 26.22  | 30.40  | 77.14  | 80.17      |
| 应收账款（亿元）           | 9.67   | 9.57   | 10.25  | 8.44       |
| 其他应收款（亿元）          | 6.02   | 8.35   | 6.78   | 6.82       |
| 存货（亿元）             | 13.56  | 10.95  | 9.23   | 9.42       |
| 长期股权投资（亿元）         | 187.16 | 197.55 | 196.55 | 198.36     |
| 固定资产（亿元）           | 73.29  | 74.00  | 69.56  | 68.30      |
| 在建工程（亿元）           | 2.90   | 0.85   | 1.19   | 1.28       |
| 资产总额（亿元）           | 675.07 | 675.58 | 712.89 | 709.71     |
| 实收资本（亿元）           | 21.81  | 21.81  | 25.38  | 25.38      |
| 少数股东权益（亿元）         | 56.41  | 52.98  | 50.21  | 50.73      |
| 所有者权益（亿元）          | 279.99 | 272.02 | 320.52 | 325.48     |
| 短期债务（亿元）           | 152.48 | 92.03  | 118.62 | 118.59     |
| 长期债务（亿元）           | 168.79 | 241.22 | 204.35 | 204.37     |
| 全部债务（亿元）           | 321.27 | 333.25 | 322.97 | 322.96     |
| 营业总收入（亿元）          | 92.95  | 92.46  | 92.64  | 17.59      |
| 营业成本（亿元）           | 59.49  | 63.24  | 64.57  | 10.67      |
| 其他收益（亿元）           | 0.46   | 0.23   | 0.59   | 0.05       |
| 利润总额（亿元）           | 29.16  | 17.58  | 16.47  | 6.73       |
| EBITDA（亿元）         | 65.08  | 51.29  | 49.81  | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 78.13  | 71.78  | 74.94  | 19.50      |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 82.50  | 73.93  | 79.95  | 19.94      |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 40.95  | 37.17  | 46.24  | 10.28      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -9.24  | -0.36  | -48.15 | -2.47      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -44.09 | -28.07 | 22.77  | -3.17      |
| <b>财务指标</b>        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 9.19   | 9.60   | 9.33   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 4.46   | 5.16   | 6.40   | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.14   | 0.14   | 0.13   | --         |
| 现金收入比（%）           | 84.05  | 77.64  | 80.89  | 110.83     |
| 营业利润率（%）           | 35.55  | 30.97  | 29.63  | 38.60      |
| 总资本收益率（%）          | 6.01   | 3.76   | 3.18   | --         |
| 净资产收益率（%）          | 8.52   | 4.48   | 3.70   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 37.61  | 47.00  | 38.93  | 38.57      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 53.43  | 55.06  | 50.19  | 49.81      |
| 资产负债率（%）           | 58.53  | 59.74  | 55.04  | 54.14      |
| 流动比率（%）            | 35.06  | 53.92  | 74.93  | 80.61      |
| 速动比率（%）            | 28.23  | 46.20  | 69.44  | 74.74      |
| 经营现金流流动负债比（%）      | 20.65  | 26.22  | 27.52  | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.17   | 0.33   | 0.65   | 0.68       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 5.24   | 4.79   | 5.80   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 4.94   | 6.50   | 6.48   | --         |

注：1. 本报告将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算  
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目                | 2023 年 | 2024 年  | 2025 年  |
|--------------------|--------|---------|---------|
| <b>财务数据</b>        |        |         |         |
| 现金类资产（亿元）          | 5.26   | 7.95    | 43.22   |
| 应收账款（亿元）           | 0.74   | 0.75    | 1.08    |
| 其他应收款（亿元）          | 26.21  | 33.63   | 17.20   |
| 存货（亿元）             | 0.01   | 0.01    | 0.01    |
| 长期股权投资（亿元）         | 261.28 | 353.24  | 372.75  |
| 固定资产（亿元）           | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 在建工程（亿元）           | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 资产总额（亿元）           | 378.40 | 473.55  | 522.27  |
| 实收资本（亿元）           | 21.81  | 21.81   | 25.38   |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 所有者权益（亿元）          | 204.98 | 206.26  | 257.07  |
| 短期债务（亿元）           | 31.67  | 44.80   | 68.62   |
| 长期债务（亿元）           | 87.70  | 162.27  | 135.29  |
| 全部债务（亿元）           | 119.37 | 207.06  | 203.91  |
| 营业总收入（亿元）          | 17.72  | 21.72   | 21.06   |
| 营业成本（亿元）           | 8.93   | 12.58   | 11.46   |
| 其他收益（亿元）           | 0.02   | 0.03    | 0.02    |
| 利润总额（亿元）           | 31.38  | 15.34   | 10.90   |
| EBITDA（亿元）         | /      | /       | /       |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 13.14  | 13.29   | 13.28   |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 13.80  | 13.62   | 13.61   |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 6.36   | 6.86    | 7.17    |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 9.95   | -61.92  | -30.74  |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -28.06 | 57.73   | 38.66   |
| <b>财务指标</b>        |        |         |         |
| 销售债权周转次数（次）        | 34.36  | 29.12   | 23.00   |
| 存货周转次数（次）          | 992.11 | 2124.25 | 1834.07 |
| 总资产周转次数（次）         | 0.05   | 0.05    | 0.04    |
| 现金收入比（%）           | 74.19  | 61.17   | 63.04   |
| 营业利润率（%）           | 49.22  | 41.23   | 44.55   |
| 总资本收益率（%）          | 10.84  | 4.87    | 3.78    |
| 净资产收益率（%）          | 15.00  | 7.20    | 4.38    |
| 长期债务资本化比率（%）       | 29.96  | 44.03   | 34.48   |
| 全部债务资本化比率（%）       | 36.80  | 50.10   | 44.23   |
| 资产负债率（%）           | 45.83  | 56.44   | 50.78   |
| 流动比率（%）            | 55.89  | 50.02   | 51.07   |
| 速动比率（%）            | 55.88  | 50.02   | 51.06   |
| 经营现金流动负债比（%）       | 8.78   | 7.14    | 5.85    |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.17   | 0.18    | 0.63    |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | /      | /       | /       |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | /      | /       | /       |

注：1. 本报告将公司本部其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入短期债务核算；2. 公司本部未披露现金流量表补充资料，EBITDA 相关指标无法计算；公司未提供本部 2026 年一季度报表

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义                             |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义                                |
|------|-----------------------------------|
| 正面   | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大           |
| 稳定   | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大             |
| 负面   | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大           |
| 发展中  | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |