跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 744 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持“15深高速MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月一日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 深高速 MTN001	9 亿元	2015/8/18-2018/8/18	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 1 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.34	65.91	56.67	48.44
资产总额(亿元)	243.29	316.71	323.85	326.90
所有者权益(亿元)	131.20	149.61	147.11	150.81
短期债务（亿元）	10.46	18.36	15.82	15.75
长期债务（亿元）	71.89	48.92	55.26	57.81
全部债务(亿元)	82.35	67.28	71.08	73.56
调整后全部债务(亿元)	80.49	66.61	66.24	68.68
营业收入(亿元)	36.20	34.21	45.32	10.31
利润总额(亿元)	29.67	16.72	16.22	4.73
EBITDA(亿元)	44.76	30.34	31.74	--
经营性净现金流(亿元)	17.94	17.72	21.27	5.83
营业利润率(%)	49.28	47.34	42.65	49.74
净资产收益率(%)	17.31	9.99	8.95	--
资产负债率(%)	46.07	52.76	54.57	53.87
全部债务资本化比率(%)	38.56	31.02	32.58	32.78
调整后全部债务资本化比率(%)	38.02	30.81	31.05	31.29
流动比率(%)	137.19	204.95	167.21	156.85
经营现金流动负债比(%)	61.12	43.10	44.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.84	2.22	2.24	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.80	2.20	2.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.52	6.49	9.79	--

注：1.2017 年第一季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务-一年内到期的非流动负债中无息部分。

分析师

杨明奇　金 晔

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010－85679696
传真：010－85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“深圳高速”或“公司”）作为深圳市高速公路最重要的投资建设和经营管理主体在区域经营环境、路产质量、项目管理经验、政府支持等方面具备显著优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内，公司下辖盐坝高速、盐排高速和南光高速相继进行收费调整，深圳市政府均给予合理补偿；受公司部分路段免收费和路网完善影响，公司控股路产及多数参股路产通行费收入规模均有所上升；公司货币资金充裕，债务负担维持较低水平。同时联合资信也关注到，跟踪期内，高速公路路段分流和路面修缮等因素致使公司部分参股路段通行费收入出现负增长。

未来，随着公司下辖路产所在区域路网协同作用进一步提升，公司经营和投资的公路项目车流量有望稳步增长。同时，公司在房地产开发、城市更新和环保领域的延伸也将进一步增强公司综合竞争力，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司2016年经营活动现金流和EBITDA对“15深高速MTN001”本金保障能力强。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持 “15深高速MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 深圳市地处珠三角地区经济腹地，是广东省重要的交通枢纽，深圳市经济的持续增长，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司控股路产地理位置优越，跟踪期内，收费公路所在区域路网日益完善，日均车流量持续增长。
3. 跟踪期内，公司增持武黄高速权益并收购湖南益常高速公路开发有限公司 100%股权，有益于提升公司资产规模和盈利水平。

4. 跟踪期内，房地产开发板块确认收入，为公司营业收入带来有益补充。

关注

1. 收费公路的运营具有较强的政策性，收费标准、收费期限的变化将对公司业绩产生影响。
2. 跟踪期内，相邻路段分流和路面修缮等因素对公司下辖部分高速公路产生一定负面影响。
3. 委托管理业务收入受项目规模、当期完工进度等因素的变动影响易产生较大的波动，跟踪期内，委托管理业务收入在收入中的占比有一定程度萎缩。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳高速公路股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳高速公路股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因深圳高速公路股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由深圳高速公路股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳高速公路股份有限公司主体长期信用“15深高速MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

深圳高速公路股份有限公司（以下简称“公司”或“深圳高速”）于1996年12月注册成立，后于1997年3月和2001年12月分别在香港联合交易所、上海证券交易所挂牌交易。截至2017年3月底，公司股份总数为2180770326股，公司注册资本2180770326元人民币，已经开元信德深分验字（2009）第063号验资，其中新通产公司持股（A股）30.025%、深广惠公司持股（A股）18.868%、Advance Great Limited（晋泰有限公司）持股（H股）1.996%。深圳国际控股有限公司作为公司法人通过其全资子公司新通产公司、深广惠公司及Advance Great Limited（晋泰有限公司）间接持有公司合计50.889%股份。公司实际控制人为深圳市国资委（见附件1-1）。

公司经营范围：公路和道路的投资、建设管理、经营管理；进出口业务（凭资格证书经营）。

截至2017年3月底，公司拥有22家子公司，目前设有投资者关系部、董事会秘书处、新产业研究发展部、运营管理部、工程管理部、总工程师办公室、战略与投资发展部、企业管理部、财务部、人力资源部、审计部、办公室、香港办事处、信息管理部和党群工作部共15个职能部门（见附件1-2）。

截至2016年底，公司合并资产总额323.85亿元，所有者权益合计147.11亿元（其中少数股东权益20.37亿元）。2016年，公司合并口径实现营业收入45.32亿元，利润总额16.22亿元，经营活动产生的现金流量净额21.27亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额326.90亿元，所有者权益合计150.81亿元（其中少数股东权益20.58亿元）。2017年1～3月，公司合并口径实现营业收入10.31亿元，利润总额4.73亿元。

公司注册和经营地址：深圳市福田区益田路江苏大厦裙楼2-4层；公司法定代表人：胡伟。

三、募集资金使用情况

公司于2015年8月发行“15深高速MTN001”发行金额为9亿元，募集资金用于偿还银行借款及补充营运资金。

截至2017年3月底，募集资金已全部按募集资金安排使用完毕，2016年度已按时付息。

四、宏观经济和政策环境分析

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对

经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基

本稳定。

五、行业和区域环境

1. 全国高速公路发展概况

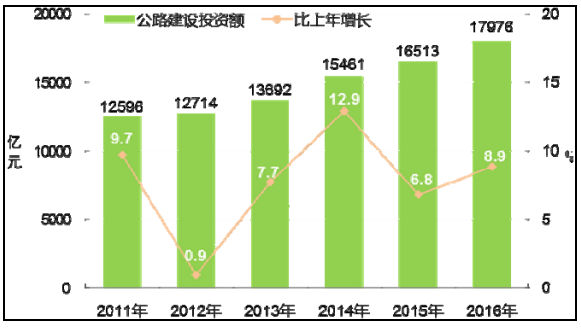
高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2016 年底中国高速公路通车里程达 13.10 万公里，比上年末增加 0.74 万公里。截至 2016 年底，全国公路总里程达 469.63 万公里，比上年末增加 11.90 万公里，公路密度 48.92 公里/百平方公里，提高 1.24 公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.79%。

根据交通运输部发布的 2016 年交通运输行业发展统计公报显示，2016 年全年完成公路建设投资 17975.81 亿元，比上年增长 8.9%。其中，高速公路建设完成投资 8235.32 亿元，同比增长 3.6%。普通国、省道建设完成投资 6081.28 亿元，增长 14.0%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图1 2011~2016年全国公路建设投资额



资料来源：交通运输部

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与 GDP 增速高度相关。2016 年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，2016 年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量 154.28 亿人、旅客周转量 10228.71 亿人公里，比上年分别下降 4.7%和 4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量 334.13 亿吨、货物周转量 61080.10 亿吨公里，比上年分别增长 6.1%和 5.4%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984 年，国务院第 54 次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988 年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004 年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011 年 6 月起，

交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012 年 8 月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37 号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间 7 座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为 20 天，占全年的 5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为 7 座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015 年 7 月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至 30 年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016 年 3 月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的 2016 年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

3. 高速公路发展前景

2005 年 1 月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。2020 年高速公路总里程达到 8.5 万公里，连接所有人口在 20 万以上的城市，做到东部地区平均 30 分钟上高速，中部地区平均 1 小时上高速，西部地区平均 2 小时上高速。

2013 年 6 月 17 日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030 年）》，计划到 2030 年建成总规模 40.1 万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由 12 条首都放射线、47 条南北纵线、60 条东西横线和 81 条联络线组

成，总规模约 26.5 万公里；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，总规模 11.8 万公里；此外，规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。

2016 年 3 月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程 3 万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 广东省高速公路情况

广东省是我国经济最发达的省份之一，也是华南地区经济发展的龙头。广东省经济长期保持着较高的增长速度，带动了地区交通运输需求的增加，公路旅客周转量以及公路货物周转量持续增长。

随着广东省经济的不断发展，公路通车里程呈增长态势，截至2016年底，广东省公路通车里程21.81万公里，其中，高速公路里程7682.75公里，比上年末增长9.4%；同期，广东省全年公路旅客运输周转量和货物运输周转量分别为1079.33亿人公里以及3376.76亿吨公里，分别同比增长4.3%和8.6%。

总体来看，广东省经济实力较强，交通运输需求旺盛，高速公路建设投资快速增长，规划发展前景广阔。广东省高速公路行业发展面临良好的外部环境。

5. 区域环境

公司通过收购和参股等方式，已建成多条优质高速公路，主要分布于深圳市，并扩展至广东省和国内其他经济发达地区。

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

根据《深圳市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，经初步核算，2016年深圳市生产总值19492.60亿元，比2015年增长9.0%。其中，第一产业增加值6.29亿元，同比下降3.7%；第二产业增加值7700.43亿元，增长7.0%；第三产业增加值11785.88亿元，增长10.4%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为39.5%和60.5%。人均生产总

值167411元/人，增长3.7%，按2016年平均汇率折算为25176美元。

固定资产投资方面，2016年全年完成固定资产投资额4078.16亿元，比上年增长23.6%。其中，房地产开发项目投资1756.52亿元，增长32.0%；非房地产开发项目投资2321.64亿元，增长18.0%。

交通运输方面，全年货物运输总量31164.49万吨，比上年增长0.6%。货物运输周转量2246.86亿吨公里，下降0.9%。全年全市民用汽车拥有量317.88万辆，比上年增长1.0%，其中，私人小汽车拥有量277.58万辆，增长1.3%。

公司在深圳地区外的收费高速公路分布在广东省内、湖北、湖南等地区，高速公路基本布局在经济较发达地区，并连接了武汉、长沙、广州等《国家高速公路网规划》中的重要节点，具有良好的盈利前景。

总体来看，深圳市作为经济发达特区，经济发展及投资规模保持稳定增长，对深圳市高速公路项目投资运营稳定增长带来有力保障；湖北、湖南及广东省内经济发达地区路网布局日渐完善，为公司盈利提供良好基础。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至2017年3月底，公司注册资本21.81亿元人民币，其中新通产公司持股（A股）30.025%、深广惠公司持股（A股）18.868%。公司实际控制人为深圳市国资委。

2. 公司规模

公司由深圳市高速公路开发公司、深圳市深广惠公路开发总公司、广东省路桥建设发展公司发起成立，股东背景雄厚，于1997年3月12日、2001年12月25日分别在香港联合交易所和上海证券交易所上市，证券代码分别为00548.HK、600548.SH。

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，受政府的委托承接政府投资道路的建造委托管理业务。在公司发展过程中，深圳市政府在项目资源、财政补贴和交通组织等方面一直给予公司大力支持。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。

截至2017年3月底，公司投资的高速公路项目共计16个，收费总里程达687公里；其中控股高速公路9条，分别为梅观高速、机荷高速（包括机荷西段和机荷东段）、盐坝高速、水官高速、盐排高速、南光高速、清连高速和武黄高速合计里程432.9公里。

跟踪期内，公司增持武黄高速45%权益，使公司持有武黄高速权益比例由55%增加至100%；2016年12月公司成立全资子公司深圳高速运营发展有限公司，子公司经营范围为高等级公路、城市道路、普通公路（含桥梁、隧道）的运营及技术服务和交通安全设施施工及维护等；2017年1月，公司与深圳市平安创新资本投资有限公司签订股权转让协议，以12.7亿元收购其持有的湖南益常高速公路开发有限公司（以下简称“益常公司”）100%股权，益常公司主要业务为益常高速的经营管理。截至2017年3月底，益常公司股权交割和转移还在进行中，公司控股路产暂不包括益常高速。

表1　截至2017年3月底公司控股路产情况

（单位：公里、%）

名　称	里程	控股比例	收费期限
梅观高速	5.4	100	1995-2027
机荷西段	21.8	100	1999~2027
机荷东段	23.7	100	1997~2027
盐坝高速	29.1	100	A段：2001~2026
			B段：2003~2028
			C段：2010~2035
盐排高速	15.6	100	2006~2027
南光高速	31.0	100	2008~2033
清连高速	216.0	76.37	2009~2034

武黄高速	70.3	100	1997~2022
水官高速	20.0	50	2001~2025
合计	**432.9**	--	--

资料来源：公司提供

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制等方面没有重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司是深圳市重要的高速公路投资、建设、运营和管理公司，其路产分布于深圳市、广东省部分地区和其他省份，公司营业收入以通行费收入为主。

2016 年，公司营业收入为 45.32 亿元，同比增长 32.50%。其中通行费收入仍是公司收入的主要来源，2016 年实现收入 36.80 亿元，同比增长 22.10%。2016 年委托管理服务收入实现 1.21 亿元，较上年增长 27.37%，但收入规模小且在营业收入中占比略有下降。2016 年公司因贵龙开发项目（又称“茵特拉根小镇项目”）一期第一阶段工程交付，新增房地产开发收入 2.54 亿元。2016 年公司工程咨询收入和广告收入分别实现 3.34 亿元和 1.10 亿元，较 2015 年分别增长 74.87%和 15.79%。

毛利率方面，2016 年公司综合毛利率为 44.11%，较 2015 年下降 6.81 个百分点，主要是由于高速公路收费、委托管理业务以及工程咨询业务毛利率下降所致。其中，收费公路业务毛利率有所下滑主要受新纳入报表合并范围的水官高速毛利率较低影响，致使收费公路业务毛利率降幅较大。公司工程咨询、委托管理以及广告等业务毛利率水平较上年均有不同程度下降；尽管 2016 年新增房地产开发收入，但其毛利率比高速公路收费毛利率较低，也致使公司整体毛利率有所降低。

2017年一季度，公司实现营业收入10.31元，同比增长3.37%，其中通行费收入9.41亿元，为2016全年的25.57%。公司通行费收入毛利率51.9%，较2016年有所上升；同时，公司综合毛利率50.42%，较2016年有所上升，主要系通行费收入及房地产开发收入毛利率上升所致。

总体看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，房地产业务的开展成为公司营业收入的重要补充；2016 年公司毛利率有所下滑，但仍保持较高水平。

表 2 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

业务类型	2015 年			2016 年			2017 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
通行费收入	30.14	88.10	52.91	36.80	81.20	49.37	9.41	91.27	51.90
工程咨询收入	1.91	5.61	25.14	3.34	7.37	16.70	--	--	--
房地产开发收入	--	--	--	2.54	5.60	16.03	0.50	4.85	31.38
委托管理服务收入	0.95	2.78	58.27	1.21	2.68	23.69	0.15	1.45	51.42
广告收入	0.95	2.78	46.48	1.10	2.42	43.94	0.19	1.84	36.32
其他收入	0.25	0.73	0.35	0.34	0.74	26.51	0.06	0.58	18.29
合计	**34.21**	**100.00**	**50.92**	**45.32**	**100.00**	**44.11**	**10.31**	**100**	**50.42**

资料来源：公司提供

2. 高速公路投资与经营业务

截至 2017 年 3 月底，公司投资的高速公路项目共计 16 个，总里程达 687 公里，按权益比例折算合计 447 公里；其中控股高速公路 9 条，里程合计 432.9 公里，参股高速公路 7 条，里程合计 254.1 公里。

（1）控股高速公路运营情况

公司控股高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区。

表 3 公司控股路产运营情况 （单位：千辆、千元、%）

路产名称	日均混合车流量				日均路费收入				2016 年通行费收入
	2016 年	同比增长	2017 年 1~3 月	同比增长	2016 年	同比增长	2017 年 1~3 月	复合增长率	
梅观高速	83	11.0	84	12.8	311	10.0	316	15.7	113943
机荷西段	202	15.3	197	10.3	1642	10.1	1567	3.9	600858
机荷东段	250	13.9	247	9.2	1767	1.3	1783	1.8	646744
清连高速	37	10.4	46	13.3	1835	5.1	2337	5.7	671568
武黄高速	44	8.1	52	12.3	939	3.4	1062	8.1	343677
水官高速	227	18.7	209	6.2	1693	10.1	1614	13.6	619581

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理
注：1.日均混合车流量数据中不包括节假日免费通行的车流量。
2.南光高速、盐坝高速、盐排高速自 2016 年 2 月 7 日起免费通行

分路段来看，公司自 2014 年 3 月 31 日 24 时起对梅观高速梅林至观澜约 13.8 公里路段实施免费通行，保留梅观高速深莞边界至观澜约 5.4 公里路段的收费；根据《梅观高速公路调整收费补偿及资产移交协议》，深圳市人民政府以现金方式进行补偿安排，补偿范围主要包括免费路段的未来收益现值约 15.98 亿元以及其他成本/费用补偿约 11.02 亿元。自 2014 年起公司每年按时收讫与梅观高速调整收费相关补偿款及利息。截至 2016 年底，深圳政府还应给予公司补偿款及利息共计 0.20 亿元，预计于 2017 年结清。2016 年梅观高速通行费收入较上年增长 10.36%，梅观高速部分路段免费通行带来的负面影响已经基本消化。

机荷高速运营时间较长，区位优势明显，车流量和通行费收入较高。跟踪期内，盐排高速、盐坝高速及南光高速的免费通行带动了机荷高速的车流量增长。尽管机荷东段平湖编组站大桥西行方向道路施工对机荷东段总体路费收入产生一定负面影响，但完工后通行条件的改善有助于提升其营运表现。2016 年机荷东段和机荷西段营业收入分别同比增长 1.54%和 10.41%，整体来看，机荷高速受到的正面影响大于负面影响。

2016 年 2 月 7 日零时起盐坝、盐排及南光高速开始免费通行，公司按协议约定方法计量并确认收入，不再对日均车流量和日均通行费收入进行披露。公司于 2015 年底收到首笔现金补偿款 65.88 亿元。2016 年公司确认补偿款 5.49 亿元计入“其他应付款”，60.65 亿元计入“其他非流动负债”。此后每年公司将应结转为收入部分计入“一年内到期的非流动负债”。补偿款的到位能够及时有效的消除可能对公司通行费收入产生的不利影响。

跟踪期内，广清高速扩建工程完工通车，完善了路网，从而进一步提升清连高速的营运表现。2016 年清连高速日均混合车流量和日均路费收入均有所上升，营业收入较上年增长 5.4%。跟踪期内，武黄高速相邻路网贯通、市政道路实施交通管制措施等因素对其营运表现产生的负面影响仍然存在，但 2016 年武黄高速营业收入仍较上年增长 3.64%。2015 年 10 月 30 日公司将水官高速纳入报表合并范围。2016 年水官高速日均混合车流量和日均路费收入较上年分别增长 18.7%和 10.1%。此外，公司预计于 2018 年底之前与深圳市政府与及清龙公司签订调整收费协议，届时水官高速将延长 4 年收费年限。

总体来看，公司控股高速公路营运情况良好，交通运输网络不断完善，但部分高速公路及地方道路取消收费以及相连道路修缮对公路营运带来一定影响。随着公司路网相连道路的陆续开通，路网协同效应进一步显现，通行费收入有望保持增长。

（2）参股高速公路运营情况

截至 2017 年 3 月底，公司共有参股路产 7 条，分别位于深圳市、广东省其他地区、湖南省和江苏省，收费里程合计 254.1 公里。受益于路网完善、公路沿线区域经济增长、货车计重收费政策等正面作用，2016 年公司多数参股

高速公路通行费收入均有不同程度的提升。但江罗高速（江门-罗定）二期于2016年12月28日开通，由于其线位与广梧项目基本平行，对广梧项目将产生较大的分流影响；而2017年1~3月，阳茂高速日均路费收入同比下降2.2%，主要系部分路面施工及对超限货车管控力度加大所导致。2016年公司收到合营企业和联营企业投资收益合计为3.06亿元，同比增长23.44%。

3. 委托管理业务

依托于收费公路主营业务，公司凭借相关管理经验和资源，开展或参与委托管理业务。

表4 公司参股路产运营情况（单位：千辆、千元、%）

路产名称	日均混合车流量				日均路费收入			
	2016年	同比增长	2017年1~3月	同比增长	2016年	同比增长	2017年1~3月	同比增长
水官延长段	98	29.6	94	21.5	300	18.1	280	4.5
阳茂高速	46	13.2	46	7.5	1800	6.2	1895	-2.2
广梧项目	40	15.2	40	-3.3	1025	14.6	856	-16.9
江中项目	120	12.2	130	20.0	1133	6.2	1156	9.4
广州西二环	59	17.3	61	20.5	1074	8.4	1076	11.4
长沙环路	26	32.7	28	23.1	312	40.0	304	16.1
南京三桥	27	1.9	34	14.8	1098	5.5	1294	16.7

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理
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。

（1）代建业务

从业务模式看，涉及委托方出资或政府出资的代建业务，公司按实际发生工程管理费用等额确认代建收入；再根据不同项目与委托方签订协议约定工程节余分成。针对公司垫资项目，采取回购方式，待项目完成后由委托人或政府回购。在实际业务中，各个代建项目模式和收入确认方式依据具体协议各有不同，项目相关服务结果尚不能可靠估计，但预计公司与管理服务有关的成本将来能够得到补偿。

截至2016年底，公司在建的代建项目包括深圳地区的外环高速A段、货运组织调整项目、沿江二期、深国际贵州物流港代建项目和深汕特别合作区的鲘门综合安置区项目。其中外环A段是公司现阶段重点代建项目，工程总投资约206亿元，已于2016年4月开工，计划2019年底建成通车。目前外环项目处于征地拆迁和设计招标等工作阶段。截至2016年底，外环宝安段及龙岗段分别已完成约50%及80%的征地拆迁工作。截至2016年底，外环A段已累计投入42.87亿元，剩余投资金额将在2017年~2019年分别投入28.94亿元、54.67亿元和43.21亿元。上述代建项目总投资229.88亿元，截至2016年底已经完成投资45.30亿元，预计未来还需投资184.58亿元。

总体看，公司现阶段代建业务规模较大，但收入确认易受到当期完工进度等因素影响；项目资金大多有委托人或政府承担，公司实际投入资金压力不大。

（2）代管业务

2011年12月29日，公司与宝通公司（为公司的母公司深圳国际的全资子公司）签订了委托管理合同。根据委托管理合同，宝通公司将其持有的深圳龙大高速公路有限公司（“龙大公司”）89.93%股权委托予公司代为经营管理，但对龙大公司的控制权仍保留在宝通公司。2015年12月30日，公司与宝通公司续签委托管理合同，委托管理期限由2016年1月1日起至2018年12月31日止，委托管理费用维持1800万元/年。

表 5　截至 2016 年底公司代建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	资金筹措方式	已投资额	未来三年投资计划		
					2017 年	2018 年	2019 年
外环 A 段	2016.4-2019.12	206.00	委托方及外环公司出资	42.87	28.94	54.67	43.21
货运组织调整	2016.12-2018.12	12.36	委托方出资	--	6.39	3.40	1.30
人民路	2015.9-2016.12	1.68	委托方出资	0.96	0.41	0.16	0.15
龙大市政段	2014.7-2016.12	2.18	委托方出资	1.15	0.90	0.13	--
横五路项目	2016~2017	0.44	政府出资	0.06	0.31	0.05	0.02
横六路项目	2016~2017	0.74	政府出资	0.16	0.47	0.07	0.04
物流港项目	2016~2017	0.93	委托方出资	0.10	0.64	0.14	0.05
深汕鳐门项目	2016~2018	5.55	垫资	--	3.0	1.23	0.70
合计	--	**229.88**	--	**45.30**	**41.06**	**59.85**	**45.38**

资料来源：公司提供

公司与深圳投控于2009年11月签订了《委托经营管理合同》，公司受托管理沿江公司，包括对沿江高速（深圳段）建设期和经营期的管理。2016年6月16日，公司与沿江公司签订了《广深沿江高速公路深圳段一期项目营运委托管理服务协议》，沿江公司将沿江一期的公路资产与相关附属设施的管理养护和经营收费业务委托给公司营运管理，由公司代理沿江公司行使对沿江一期营运管理相关的权利业务，委托服务期间为2014年1月1日起至2016年12月31日止，服务费用为1800万元/年。2016年12月30日，公司与沿江公司续签了委托管理合同，受托运营管理期限为自2017年1月1日至2019年12月31日止为期三年，委托管理费用不变。

4. 土地项目开发与管理

凭借相关管理经验和资源，公司审慎尝试土地综合开发、城市更新等新的业务类型，作为主营业务以外的业务开发和拓展，以及收入的有益补充。

（1）贵龙开发项目

基于对贵龙项目周边土地有较好的增值空间的预期，为降低贵龙BT项目资金回收风险并保证投资回报，公司通过子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）积极参与贵龙BT项目开发范围内土地竞拍。截至2017年3月底已成功竞拍土地约2490亩（约166万平方米），成交金额总计约为8.37亿元。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。

贵深公司正采取分期滚动开发的策略，对已取得土地中的300亩（约20万平方米）进行自主二级开发。跟踪期内，贵深公司已完成贵龙开发项目（又称“茵特拉根小镇项目”）一期第一阶段工程（约110亩，相当于7万平方米），已基本完成交房入住工作，2016年交付结转29318.74平方米，实现房产销售收入2.53亿元。目前一期第二阶段工程（约129亩，相当于8.6万平方米）正在建设之中，预期将于2017年内完工，截至2016年底已有80多套别墅被签约认购。

2015 年 12 月 30 日贵深公司子公司贵州深高速置地有限公司（以下简称“贵州置地”）与深国际物流签订转让协议，贵州置地拟对贵龙土地 II 号地块的相关土地进行重组以及对其中部分土地由商住用地变性成为物流用地后，向深国际物流分别以 9526 万元和 4402 万元转让重组后贵州鹏博投资有限公司全部股权（含 322.9 亩物流用地）以及贵州恒通利置业有限公司（含 143.9 亩商住用地）51%股权。2016 年 8 月 19 日，公司董事会批准将公司间接控股子公司贵州恒通盛置业有限公司（持有约 39.6 亩物流用地）的 100%股权及债权转让给深国际物流，转让价格约为 1168.5 万元。

（2）梅林关城市更新项目

2015年公司子公司联合置地与深圳市规划和国土资源委员会龙华管理局就梅林关更新项目地块签署了土地出让合同，并支付了30%的

土地出让金及其他款项。梅林关城市更新项目地块面积约9.6万平方米，土地用途包括住宅及商业用地，建筑总面积包括48.64万平方米，总地价约35.67亿元，项目总投资大约50~52亿元。截至2016年底，公司对联合置地公司投资18.96亿元，累计投资24.5亿元，联合置地公司已完成了全部地价款（包括土地使用权出让金及其他款项）的支付，获取了该地块的土地使用权，并完成了土地上现有物业的经营者及租户的拆迁补偿协商工作。2017年初已启动物业拆迁工作。整体看，梅林关更新项目地理位置优越，取的地价与周边土地市场价格相比具有一定优势，具有较好的投资价值和增值空间。

5. 在建项目

公司目前主要的在建项目除外环高速和房地产开发项目以外，还有清连高速、南光高速和梅观高速改扩建等项目的剩余工程。其中，清连高速、南光高速和梅观高速改扩建工程均已经完工通车，但未进行最后结算，仍有少量尾款需支付；上述项目总投资170.3亿元，截至2016年底公司已累计投入105亿元，未来三年计划投入48.1亿元。

表6 截至2016年底公司在建项目情况

（单位：年、亿元）

项目名称	建设年限	总投资额	已投资额	未来三年投资计划		
				2017年	2018年	2019年
外环A段	3	65.0	3.6	8.3	16.5	19.4
清连高速	10	61.3	60.8	0.3	0.2	--
南光高速	3	31.5	30.8	0.6	0.1	--
梅观高速改扩建	3	7.0	6.4	0.6	--	--
贵龙一期	3	5.5	3.4	2.1	--	--
合计		**170.3**	**105.0**	**11.9**	**16.8**	**19.4**

资料来源：公司提供

6. 其他

（1）环保业务

公司整固与提升收费公路主业的同时，正在积极探索以水环境治理、固废处理等为主要内容的大环保产业方向的投资前景与机会开拓发展空间。2016年12月30日，公司子公司投资公司参与深汕特别合作区南门河综合治理项目（“南门河综合治理项目”），在总投资不超过人民币3.2亿元的情况下，与中交天津航道局有限公司组建联合体共同参与南门河综合治理项目的投资、建设及管理。截至2017年3月底，该项目已签署建设及管理协议，监理及施工单位已进场，正进行工可及初步设计等工作。

2017年4月6日，公司与深圳产权交易所签署《成交确认书》，确认公司以6189万元认购深圳市税务规划设计院有限公司增资后的15%的股权。深圳市税务规划设计院有限公司作为水环境治理领域业务专业技术资源，能够为公司在开拓环保业务板块方面产生积极影响。

（2）广告业务

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

（3）工程咨询

2015年，公司通过修订章程，取得了深圳高速工程顾问有限公司（以下简称“顾问公司”）的实质控制，并于2015年7月1日起纳入报表合并范围。顾问公司业务范围包括了前期咨询、勘察设计、工程监理、工程检测、养护咨询等，具备工程项目投资建设全过程咨询服务的资质能力。截至2016年底公司确认工程咨询收入3.34亿元。为支持顾问公司于资本市场的发展战略，自2016年11月30日起，顾问公司不再为公司子公司，亦不再纳入公司合并报表范围。

7. 未来发展

跟踪期内，公司在高速公路建设方面主要投资的项目为深圳外环高速项目，公司正在加速向新行业转型，将定位于“城市和交通基础设施建设服务运营商”的主业发展方向，并开

始涉足以水环境治理、固废处理为主的大环保产业，同时适度拓展金融产业，实现产融融合。

九、财务分析

公司提供了 2014~2015 年度合并财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供了 2016 年度财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

2016 年公司新成立了全资子公司深圳高速运营发展有限公司，截至 2016 年末公司合并范围包括 22 家子公司。2017 年一季度，公司已与深圳市平安创新资本投资有限公司签订股权转让协议收购其持有的益常公司 100%股权，股权交割正在进行中；整体看，跟踪期内公司报表合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 323.85 亿元；所有者权益合计 147.11 亿元（含少数股东权益 20.37 亿元）；2016 年公司实现营业收入 45.32 亿元，利润总额 16.22 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 326.90 亿元；所有者权益合计 150.81 亿元（含少数股东权益 20.58 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 10.31 亿元，利润总额 4.73 亿元。

1. 盈利能力

2016 年公司营业收入 45.32 亿元，同比增长 32.50%，主要是由于水官高速合并全年通行费带动公司通行费收入增长所致。2017 年 1~3 月，公司营业收入 10.31 亿元，同比增长 3.37%；营业利润率为 49.74%，较 2016 年有所增长。

2016 年公司财务费用为 6.39 亿元，较上年增幅较大，主要是由于公司将三项目调整收费和补偿款 65.88 亿元包含未确认融资费用总额约 9.04 亿元分 3 年摊销，计入“其他融资费用”所致。公司期间费用以财务费用为主，2016 年财务费用占期间费用比重为 80.27%。2016 年公司期间费用率为 17.58%，较上年增长 2.41 个百分点。2017 年 1~3 月，公司期间费用合计 1.47 亿元，期间费用率为 14.29%。整体看，期间费用对公司营业利润造成一定侵蚀。

从非经营性损益看，公司对合营企业投资收益快速增长，2016 年为 3.06 亿元，较上年增长 23.39%，对公司利润总额具有一定的贡献。

2016 年公司营业外收入为 0.07 亿元，较上年有大幅下降，主要系 2015 年公司收到梅林收费站拆迁补偿，而 2016 年不再有该项收入，因此较上年减少 0.28 亿元，该项收入具有一定特殊性。

盈利指标方面，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.50%和 8.95%，较 2015 年分别下降 1.53 个百分点和 1.04 个百分点。

总体看，通行费收入是公司收入和利润的主要来源。跟踪期内，公司盈利能力有所下降，但整体盈利能力很强，期间费用对公司利润有一定侵蚀。

2. 现金流

从经营活动来看，2016 年公司经营活动产生的现金流入 42.67 亿元，同比增长 7.09%；其中销售商品、提供劳务收到其他与经营活动有关的现金为 1.29 亿元，较 2015 年有较大幅度下降，主要系 2016 年公司不再收到梅观高速免费路段新建收费站运营费用所致。2016 年公司现金收入比为 91.30%，较上年下降 16.47 个百分点，公司收入实现质量有所下降。2014~2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 2.44 亿元、2.98 亿元和 1.29 亿元。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的梅观高速免费路段新建收费站运营费用，2016 年不再继续收到该项费用，因此收到其他与经营活动有关的现金有所下降。经营性现金流出方面，2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.94 亿元，较 2015 年增长

0.67%；2016 年公司支付的其他与经营活动有关的现金为 4.32 亿元，主要为支付土地二级开发款和支付土地出让金，较去年下降 3.23%。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 21.27 亿元，同比增长 20.05%。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入 52.07 亿元，较上年增长 160.37%。2016 年内处置子公司及其他营业单位收到的现金为 0.46 亿元。2016 年公司收到其他与投资活动有关的现金为 48.78 亿元，较上年有大幅增长，主要系 2016 年公司理财产品的赎回所致，继而带动投资活动现金流入大幅增长。2016 年公司投资活动现金流出为 77.37 亿元，同比增长 446.27%。投资活动现金流出以支付其他与投资活动有关的现金为主，主要是购买理财产品 53.5 亿元。2016 年公司投资活动现金流出的增长率超过投资活动现金流入增长率，由此，2016 年公司投资活动产生的现金流量净额由 2015 年的净流入 5.84 亿元转为净流出-25.30 亿元。

从筹资活动来看， 2016 年筹资活动现金流入为 19.98 亿元，较上年下降 75.91%，主要系 2016 年公司不再收到三项目调整收费补偿款及所致。公司筹资活动现金支出主要是偿还债务支付的现金，2016 年公司偿还债务支付的现金为 21.00 亿元。2016 年公司通过筹资活动获取的现金流量净额为 -15.29 亿元。

2017年1~3月，公司销售商品、提供劳务取得现金流入10.32亿元，现金收入比为100.04%，高于2016年整体水平；经营活动现金流净额5.82亿元。2017年1~3月，公司取得子公司等支付现金12.7亿元，系收购益常公司100%股权支出，同期投资活动现金净流出13.78亿元。2017年1~3月，公司由于取得借款增加且偿还债务支付现金减少导致公司筹资活动现金流由去年同期净流出变为净流入1.92亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力保持稳定，投资活动现金流受到理财产品的购买与赎回影响较大；筹资活动现金流变化较大主要系受到三项目调整收费补偿款影响。

3. 资本及债务结构

截至 2016 年底，公司资产总额 323.85 亿元，同比增长 2.26%，主要系长期股权投资增长所致；资产构成中，流动资产占 24.70%，非流动资产占 75.30%，非流动资产占比较上年有所上升。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 80.00 亿元，同比下降 5.04%，主要系货币资金下降所致。从流动资产构成来看，主要包括货币资金（占比 70.80%）、应收账款（占比 6.81%）和存货（占比 8.29%）。

截至 2016 年底，公司货币资金 56.64 亿元，同比下降 11.81%。其中受限资产为 14.20 亿元，占货币资金的 25.07%，主要系项目委托工程管理专项账户资金[1]，规模较上年有较大幅度的增加。截至 2016 年底，公司应收账款 5.45 亿元，同比下降 17.40%，账龄集中在 2 年以上（占 68.74%），账龄较长，余额前五名应收账款合计 4.79 亿元，占应收账款总额 87.86%，集中度较高。截至 2016 年底，公司存货为 6.63 亿元，同比增长 2.22%。公司存货主要为公司所持有的位于贵州省龙里县的土地，增长主要来自于新增的持有待售物业[2]。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 243.85 亿元，同比增长 4.90%，主要系长期股权投资增长所致。从非流动资产构成看，主要以长期股权投资（占 19.29%）和无形资产（占 75.14%）为主。

截至2016年底，公司长期股权投资为47.03亿元，同比增长 137.19%，主要系向联合置地公司增加 18.96 亿元投资所致。截至 2016 年底，公司无形资产为 183.24 亿元，较上年下降

[1] 公司受深圳市政府委托管理建设公路项目，项目建设资金由深圳市政府拨款，公司按项目管理合同有关约定负责安排工程建设资金的支付。
[2] 持有物业为茵特拉根小镇一期第一阶段 2016 年度已完工可售部分。

4.92%。从构成来看，无形资产主要以特许经营无形资产为主（占 99.86%），2015 年底公司外聘专业机构对盐坝高速、盐排高速、南光高速和清连高速未来剩余期限内的总车流量做了重新评估，自 2016 年初起，上述四条高速公路单位摊销都有一定程度增长；公司 2016 年末外聘专业机构对武黄高速未来剩余期限内的总车流量做了重新评估，其单位摊销从 6.52 元上升至 8.46 元。上述调整导致 2016 年底无形资产较 2015 年底有所下降；另外，针对清连高速出现减值迹象，公司对其特许经营无形资产计提减值准备 6.20 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 326.90 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 22.03%和 77.97%。资产规模和构成变化不大。截至 2017 年 3 月底公司其他非流动资产为 12.7 亿元，系因收购益常公司股权手续尚未完成，将收购款暂时计入该科目。

跟踪期内，公司资产规模较上年变化不大，对联合置地公司增加投资是资产增加的主要因素。公司货币资金充裕，为公司流动性提供有力保障，公司整体资产质量好。

负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债总额为 176.73 亿元，同比增长 5.77%，主要系其他应付款和应付债券增长所致。从负债总额构成看，流动负债占 27.07%，非流动负债占 72.93%，公司以非流动负债为主。

工程建设委托管理项目拨款计入公司其他应付款中。2016 年工程建设委托管理项目拨款结余较上年增长 11.79 亿元，导致其他应付款大幅增加。2016 年公司发行 3 亿美元公司债券，导致应付债券大幅增长。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司调整后全部债务[3]为 66.24 亿元，较上年底略有下降。调整后全部债务中短期债务和长期债务分别占比 16.58%和 83.42%，公司仍以长期债务为主。债务指标方面，2016 年底公司资产负债率为 54.57%，较上年小幅增长；2016 年底公司调整后全部债务资本化率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 31.05%和 27.31%。整体看，公司资产负债率上升，但有息债务规模有所下降，债务负担仍处于较低水平。

截至2017年3月底，公司负债合计176.09亿元，较2016年底变化不大。截至2017年3月底，公司调整后全部债务68.68亿元，较2016年底增加2.44亿元，主要是长期借款有所增加，公司债务结构仍以长期债务为主。同期，公司资产负债率较2016年底有所下降，为53.87%；调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2016年底略有上涨，分别为31.29%和27.71%。

截至 2016 年底，公司所有者权益为 147.11 亿元，同比下降 1.67%，主要由于 2016 年 12 月，为增持武黄高速项目公司 JEL 公司股权，公司子公司美华公司以人民币 4.53 亿元向深国际全资子公司辉轮投资收购其拥有的 JEL 公司 45%股权，致使公司资本公积减少 1.21 亿元，少数股东权益减少 3.33 亿元。

截至 2016 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 126.74 亿元，其中实收资本占 17.21%、资本公积占 16.97%、未分配利润占 42.74%。

截至2017年3月底，公司所有者权益150.81亿元，较2016年底增加3.7亿元，主要来自未分配利润的增加，其他科目无明显变化。

总体看，公司归属母公司权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于 2016 年工程建设委托管理项目拨款结余较上年有较大增长，且同期货币资金下降导致流动资产规模有所降低，导致公司流动比率和速动比率较上年有所下降，分别为 167.21%和 153.35%，同比分别下降 37.74 个百分点和 35.82 个百分点，三年均值

[3] 调整后全部债务中剔除一年内到期的非流动负债中无息债务。

分别为 172.53%和 157.22%。2017 年 3 月底上述指标持续下降，分别为 156.85%和 142.89%。考虑到公司短期债务规模小，公司货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2016 年公司 EBITDA 为 31.74 亿元，较上年略有上升；2016 年公司调整后全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.09 倍，较上年有所下降；EBITDA 利息倍数为 9.79 倍，较上年有所增长。跟踪期内，公司长期偿债能力有所增强。

截至 2016 年底，公司对外担保金额为 9.78 亿元，担保比率为 6.65%。被担保单位为中国建设银行深圳市分行和深高速·茵特拉根小镇一期客户。公司于 2007 年发行 15 年期企业债而向作为债券担保主体的建行深圳分行进行的反担保，担保额 8 亿元；2015 年 6 月 30 日公司董事会批准对项目的合格按揭贷款客户提供阶段性的连带责任担保，截至 2016 年担保额 1.78 亿元。鉴于公司担保对象主要为国有商业银行，且担保性质主要系为公司融资提供的反担保，预计或有风险可控。

截至 2016 年底，公司共获得商业银行授信总额（合并口径）206 亿元，包括：建设项目专项贷款额度 137 亿元，综合授信额度 69 亿元，其中已使用额度 75 亿元，剩余未使用额度 131 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。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10440304004623100），截至 2017 年 5 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及深圳市区域经营环境和政府对公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

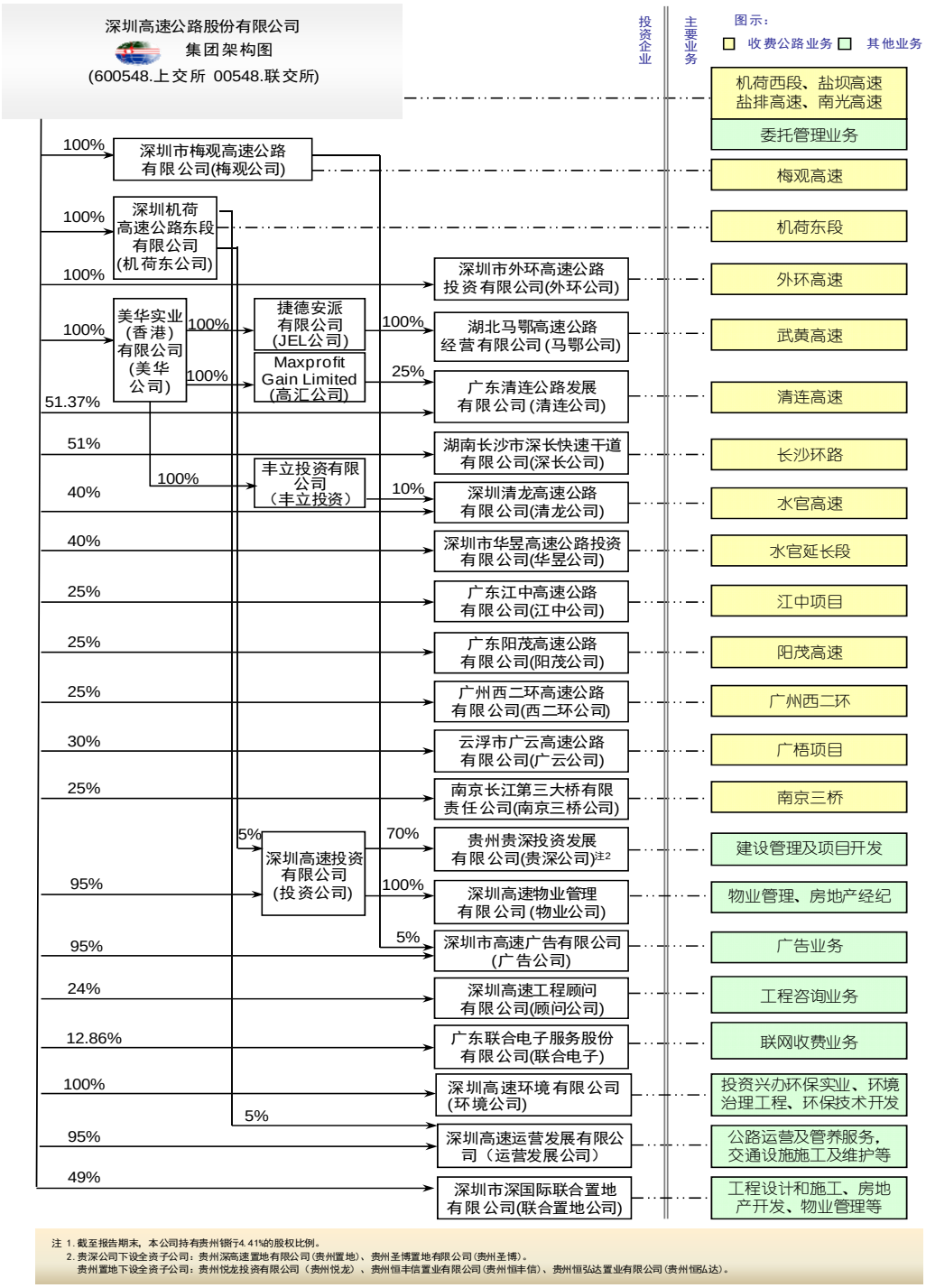
十、债券偿债能力分析

2016 年，公司 EBITDA 为“15 深高速 MTN001”本金的 3.53 倍；2016 年，公司经营活动现金流入量和现金净流入量分别为 42.67 亿元和 21.27 亿元，分别是待偿还债券本金的 4.74 倍和 2.36 倍。公司经营活动现金流和 EBITDA 对“15 深高速 MTN001”保障能力强。

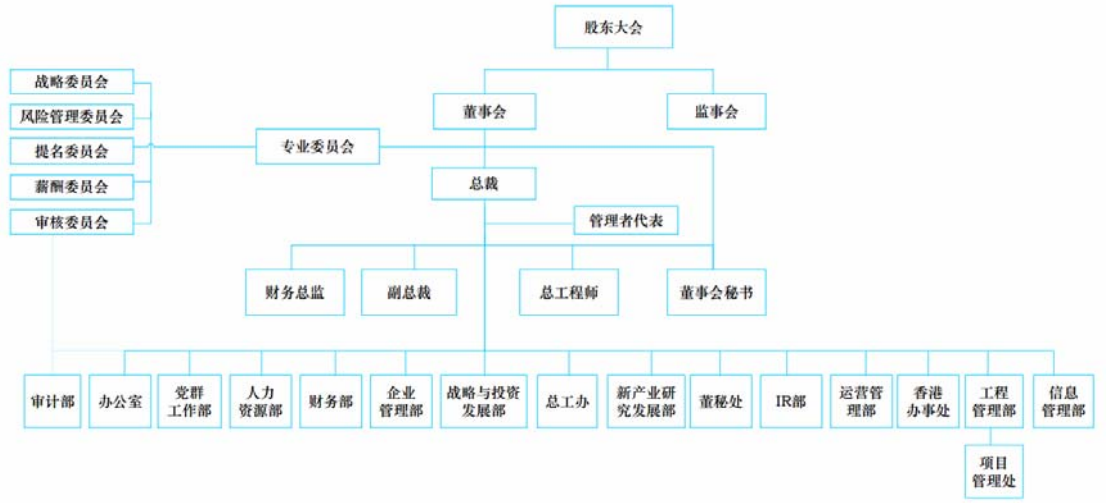
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；并维持 “15 深高速MTN001”AAA的信用等级。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.34	65.91	56.67	48.44
资产总额(亿元)	243.29	316.71	323.85	326.90
所有者权益(亿元)	131.20	149.61	147.11	150.81
短期债务(亿元)	10.46	18.36	15.82	15.75
长期债务(亿元)	71.89	48.92	55.26	57.81
全部债务(亿元)	82.35	67.28	71.08	73.56
调整后全部债务(亿元)	80.49	66.61	66.24	68.68
营业收入(亿元)	36.20	34.21	45.32	10.31
利润总额(亿元)	29.67	16.72	16.22	4.73
EBITDA(亿元)	44.76	30.34	31.74	--
经营性净现金流(亿元)	17.94	17.72	21.27	5.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.95	4.95	7.50	--
存货周转次数(次)	3.88	2.84	3.86	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.12	0.14	--
现金收入比(%)	90.21	107.77	91.30	100.04
营业利润率(%)	49.28	47.34	42.65	49.74
总资本收益率(%)	13.10	9.03	7.50	--
净资产收益率(%)	17.31	9.99	8.95	--
长期债务资本化比率(%)	35.40	24.64	27.31	27.71
全部债务资本化率(%)	38.56	31.02	32.58	32.78
调整后全部债务资本化比率(%)	38.02	30.81	31.05	31.29
资产负债率(%)	46.07	52.76	54.57	53.87
流动比率(%)	137.19	204.95	167.21	156.85
速动比率(%)	118.97	189.17	153.35	142.89
经营现金流动负债比(%)	61.12	43.10	44.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.84	2.22	2.24	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.80	2.20	2.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.52	6.49	9.79	--

注：1.2017 年第一季度财务数据未经审计；

2.调整后全部债务=全部债务-一年内到期的非流动负债中无息部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式(新准则)

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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

附件 4-3　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。