信用等级公告

联合[2018] 1065 号

联合资信评估有限公司通过对深圳高速公路股份有限公司主体长期信用状况及“15 深高速 MTN001”进行综合分析和评估，确定维持深圳高速公路股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“15 深高速 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月十九日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 深高速 MTN001	9 亿元	2018/8/18	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产（亿元）	65.91	56.67	25.21	45.49
资产总额(亿元)	316.71	323.85	374.74	446.68
所有者权益(亿元)	149.61	147.11	157.75	162.43
短期债务（亿元）	17.69	10.99	35.23	34.32
长期债务（亿元）	48.92	55.26	77.11	122.78
全部债务(亿元)	66.61	66.24	112.34	157.10
营业收入(亿元)	34.21	45.32	48.37	13.42
利润总额(亿元)	16.72	16.22	19.16	5.39
EBITDA(亿元)	30.34	31.74	37.39	--
经营性净现金流(亿元)	17.72	21.27	26.61	9.56
营业利润率(%)	47.34	42.65	47.54	50.28
净资产收益率(%)	9.99	8.95	9.80	--
资产负债率(%)	52.76	54.57	57.91	63.64
全部债务资本化比率(%)	30.81	31.05	41.59	49.17
流动比率(%)	204.95	167.21	57.86	98.03
经营现金流动负债比(%)	43.10	44.45	39.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.20	2.09	3.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	9.79	8.33	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.一年内到期的非流动负债中无息部分已从债务中剔除。

分析师

杨明奇　金 晔　任黛云

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，公司通过收购益常高速公路开发有限公司（以下简称“益常公司”）和广深沿江高速公路（深圳段）项目公司（以下简称“沿江公司”）100%股权，提升了公司资产规模和盈利水平；受部分路段免收费分流到公司其他路段和路网完善影响，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；同时联合资信也关注到，公司债务规模增长快，短期债务偿付压力增大。

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，公司在环保领域的延伸将进一步增强公司综合竞争力，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 深圳市地处珠三角地区经济腹地，是广东省重要的交通枢纽，深圳市经济的持续发展，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，公司收购益常公司和沿江公司100%股权，有益于提升公司资产规模和盈利水平。
4. 跟踪期内，公司收购德润环境股权，进一步拓展其环保产业，提升了公司环保领域竞争力。

关注

1. 收费公路的运营具有较强的政策性，收费标准、收费期限的变化将对公司业绩产生影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快。
3. 2018年底，深圳市交通运输委员会有权收回盐坝、盐排及南光高速，届时公司高速公路资产或将下降。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

深圳高速公路股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

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，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2018年3月底，公司注册资本21.81亿元，其中新通产实业开发（深圳）有限公司持股（A股）30.025%、深圳市深广惠公路开发有限公司持股（A股）18.868%、Advance Great Limited（晋泰有限公司）持股（H股）2.344%[1]。深圳国际控股有限公司通过其全资子公司新通产实业开发（深圳）有限公司、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51.237%的股份。公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产国监督管理委员会（以下简称“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2018年3月底，公司拥有16家子公司，目前设有投资者关系部（IR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 2017 年底，公司资产总额 374.74 亿元，所有者权益合计 157.75 亿元（其中少数股东权益 21.56 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 48.37 亿元，利润总额 19.16 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 446.68 亿元，所有者权益合计 162.43 亿元（其中少数股东权益 21.48 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 13.42 亿元，利润总额 5.39 亿元。

公司注册地址：深圳市龙华区福城街道福民收费站；公司经营地址：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、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券为“15 深高速 MTN001”，债券余额 9 亿元，跟踪期内已按时支付债券利息，债券将于 2018 年 8 月 18 日到期偿付。

表 1 存续债券基本信息

名　称	余额	到期日	票面利率
15 深高速 MTN001	9 亿元	2018/8/18	3.95%

资料来源：联合资信整理

“15深高速MTN001”募集资金用于偿还银行借款及补充营运资金。截至2018年3月底，募集资金已全部按募集资金安排使用完毕。“15深高速MTN001”将于2018年8月18日兑付，公司预计将通过自有资金及外部融资解决兑付资金。

四、宏观经济和政策环境分析

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首

[1] 跟踪期内，深圳国际控股有限公司加大 H 股持股比例。

次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较

2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 高速公路行业分析

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 13.65 万公里，比上年末增加 0.65 万公里。截至 2017 年底，全国公路总里程达 477.35 万公里，比上年末增加 7.82 万公里，公路密度 49.72 公里/百平方公里，提高 0.81 公里/百平方公里。

根据交通运输部发布的 2017 年交通运输行业发展统计公报显示，2017 年全年完成公路建设投资 21253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9257.86 亿元，同比增长 12.4%。普通国、省道建设完成投资 7264.14 亿元，增长 19.50%。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 2013~2017年全国公路建设投资额

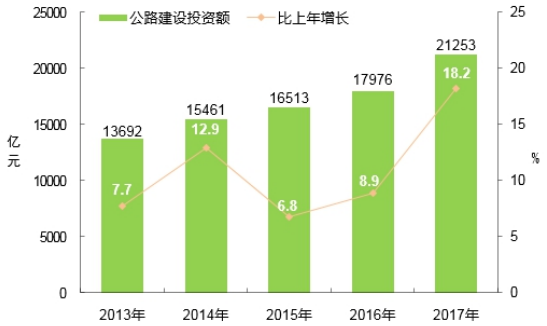


图 16 2013－2017 年公路建设投资额及增长速度

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。2017 年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，全国营业性客运车辆完成公路客运量 184.86 亿人、旅客周转量 32812.55 亿人公里，比上年分别下降 2.7%和增加 5.0%。全国营业性货运车辆完成货运量 472.43 亿吨、货物周转量 192588.50 亿吨公里，比上年分别增长 9.5%和 5.6%。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

广东省是中国经济最发达的省份之一，也是华南地区经济发展的龙头。广东省经济长期保持着较高的增长速度，带动了地区交通运输需求的增加，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2017年底，广东省公路通车里程21.99万公里，其中，高速公路里程8338

公里，比上年末增长9.6%；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113092亿人公里以及3634.89亿吨公里，分别同比增长4.7%和7.5%。

总体来看，广东省经济实力强，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。

2. 区域经济环境

公司通过收购和参股等方式，已建成多条优质高速公路，主要分布于深圳市。

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

根据《深圳市2017年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，经初步核算，2017年深圳市生产总值22438.39亿元，比2016年增长8.8%。其中，第一产业增加值18.54亿元，同比增长52.80%；第二产业增加值9266.83亿元，增长8.8%；第三产业增加值13153.02亿元，增长8.8%。第一产业增加值占全市生产总值的比重为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41.3%和58.6%。人均生产总值183127元/人，增长4.0%。

固定资产投资方面，2017年全年完成固定资产投资额5147.32亿元，比上年增长23.8%。其中，房地产开发项目投资2135.86亿元，增长21.6%；非房地产开发项目投资3011.46亿元，增长25.4%。

交通运输方面，2017年货物运输总量32269.28万吨，比上年增长3.5%；货物运输周转量2302.53亿吨公里，增长2.5%；全年旅客运输总量18142.24万人，比上年增长6.7%；旅客运输周转量1092.39亿人公里，增长6.4%。

总体看，深圳市作为经济发达特区，跟踪期内，经济发展及投资规模保持稳定增长，对深圳市高速公路项目投资运营稳定增长带来有力保障。

六、基础素质分析

公司主要从事深圳市和广东省部分地区以及其他发达地区收费公路的投资、建设及经营管理，受政府的委托承接政府投资道路的建造委托管理业务。公司是深圳市全面实施中央政府与香港、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 2018 年 3 月底，公司投资的高速公路项目共计 19 个，总里程 861.9（其中 60.0 公里尚在建设），按权益折算比例收费总里程达 622 公里；其中已通车控股高速公路 12 条，合计里程 582.5 公里。

跟踪期内，公司以 12.70 亿元完成对益常公司 100%股权收购，益常公司主要业务为益常高速的经营管理；公司以 14.72 亿元完成对广深沿江高速公路（深圳段）项目公司（以下简称“沿江公司”）100%股权的收购，沿江公司主要业务为沿江项目的经营管理。

表2　截至2018年3月底公司已通车控股路产情况

（单位：公里、%、年）

名　称	收费里程	控股比例	收费到期年限
梅观高速	5.4	100	2027
机荷西段	21.8	100	2027
机荷东段	23.7	100	2027
盐坝高速	29.1	100	A段：2026
			B段：2028
			C段：2035

盐排高速	15.6	100	2027
南光高速	31.0	100	2033
清连高速	216.0	76.37	2034
武黄高速	70.3	100	2022
水官高速	20.0	50	2025
沿江项目	36.6	100	2038
益常高速	78.3	100	2033
长沙环路	34.7	51	2029
合计	**582.5**	--	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10440304004623100），截至 2018 年 3 月 14 日，公司本部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。

重大事项方面，因梅林关城市更新项目前期工作基本完工，项目承办方深圳市深国际联合置地有限公司（以下简称“联合置地”）将在房产预售后进入资金净流入状态，较低成本即可维持持续经营，为避免资金闲置，联合置地股东，即公司与新通产实业开发（深圳）有限公司，同步减资（持股比例不变仍为 49%），公司减资金额为 22.05 亿元，减少资本金将形成公司对联合置地债权，具体偿还安排尚未确认。

总体看，公司是深圳市重要的高速公路投资建设运营上市公司，跟踪期内，公司完成对益常公司和沿江公司的股权收购，并实际控制深长公司并纳入合并范围，下辖高速公路通车里程进一步增长，夯实自身高速公路业务板块。

七、管理分析

跟踪期内，公司独立董事胡春元因个人工作原因辞职，白华被委任为独立董事。白华先生于1969年出生，拥有丰富的审计及内部控制的研究和实践经验，2003年7月起在暨南大学会计系工作，现任暨南大学会计系教授、博士生导师，兼任广东省审计学会理事、广州毅昌科技股份有限公司及一品红药业股份有限公司独立董事。

除此以外，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. 经营概况

跟踪期内，公司子公司深圳高速工程顾问有限公司不再纳入公司合并范围，公司不再有工程咨询业务；其他主营业务未发生变化。

2017年，公司实现营业收入为48.37亿元，同比增长6.72%，主要系新增控股益常高速及长沙环路和车流量自然增长带动通行费收入增长所致。2017年伴随贵龙开发项目完工并交付部分商品房，房地产业务收入同比增长25.12%。2018年一季度，公司实现营业收入13.42亿元，同比增长30.16%，主要系新增沿江高速及其他路段车流量自然增长所致。

毛利率方面，跟踪期内，公司毛利率持续上升，2017 年为 48.34%，主要是由于高速公路收费、委托管理业务以及房地产开发业务毛利率上升所致。

表 3　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 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	36.80	81.20	49.37	42.85	88.59	50.52	12.12	90.31	52.97
工程咨询收入	3.34	7.37	16.70	--	--	--	--	--	--
房地产开发收入	2.54	5.60	16.03	3.17	6.56	26.35	0.85	6.35	33.68
委托管理服务收入	1.21	2.68	23.69	1.03	2.13	38.17	0.19	1.43	47.75
广告收入	1.10	2.42	43.94	0.94	1.95	34.74	0.20	1.47	26.66
其他收入	0.34	0.74	26.51	0.37	0.77	47.78	0.06	0.45	-1.65
合计	**45.32**	**100.00**	**44.11**	**48.37**	**100.00**	**48.34**	**13.42**	**100.00**	**51.04**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资与经营业务

截至 2018 年 3 月底，公司投资的高速公路项目（含参股）共计 19 个，总里程达 861.9 公里，按权益比例折算收费里程合计 622 公里；其中已通车控股高速公路 12 条，里程合计 582.5 公里；在建高速公路 1 条，为外环项目，收费里程 60 公里。公司控股高速公路主要分布在深圳市和广东省其他地区。

表 4 公司控股路产运营情况（单位：千辆、千元、%）

路产名称	日均混合车流量				日均路费收入				2017 年通行费收入	同比增长
	2017 年	同比增长	2018 年 1~3 月	同比增长	2017 年	同比增长	2018 年 1~3 月	同比增长		
梅观高速	92	10.7	89	5.6	336	8.0	319	1.0	122760	7.74
机荷西段	215	6.4	202	2.4	1729	5.3	1645	4.9	631229	5.05
机荷东段	271	8.5	266	8.0	1962	11.0	1936	8.5	716148	10.73
清连高速	41	12.1	49	5.8	2017	9.9	2428	3.9	736037	9.60
武黄高速	51	15.6	55	6.7	1005	7.0	1059	-0.3	366800	6.73
水官高速	230	1.1	233	6.0	1763	4.1	1643	1.8	643414	3.85
沿江项目	--	--	82	4.9	--	--	1142	14.5	--	--
益常高速	48	--	54	--	1157	--	1151	--	228371	--
长沙环路	32	22.6	31	10.5	373	19.7	370	21.4	108892	--

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，2017 年底已结清。2017 年梅观高速通行费收入较上年增长 7.74%，日均车流量同比增长 10.7%，梅观高速运营平稳向好。

机荷高速运营时间较长，区位优势明显，车流量和通行费收入较高。跟踪期内，梅观高速部分路段、盐排高速、盐坝高速及南光高速的免费通行对机荷高速的车流量增长的带动效应依旧存在。另外，机荷东段平湖编组站大桥西行方向道路施工完成对机荷东段车流量提升也有一定积极的影响。2017 年机荷东段和机荷西段通行费收入分别同比增长 5.3%和 11.0%。

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。2017 年公司确认收入 7.31 亿元。根据公司与深圳市交通运输委员会（以下简称“深圳交委”）协议，2018 年深圳交委有权收回三条高速，届时公司将确认一次性资产处置收益，减少收费公路里程约 76 公里，同时减少对应收入。联合资信将持续关注公司与深圳市政府就该事项的协商情况。

跟踪期内，广乐高速和二广高速连怀段对清连高速的分流情况仍旧存在，但路网完善及清连公司的积极宣传营销有效削弱了分流影响，2017年清连高速日均混合车流量和日均路费收入均有所上升。跟踪期内，湖北省进一步加大对货车通行费优惠政策，对通行费收入带来一定负面影响，但因周边城市汽车保有量持续增长且货车流量增长影响，武黄高速整体运行平稳。水官高速受益于车流量自然增长，跟踪期内，日均车流量和日均路费收入均平稳增长；受益于湘西北地区经济增长及周边道路施工等影响，跟踪期内益常高速运营情况良好；受益于路网完善、计重收费政策实施、周边道路交通管制及沿线企业业务增长等因素，长沙

环路在跟踪期内日均车流量和日均路费收入均有较快增长。

公司于2018年2月完成对沿江项目收购，2018年1~3月，沿江项目运营情况良好。2018年2月28日，深圳交通运输委员会与公司子公司签订协议，沿江项目货车收费按照50%的标准进行执行，深圳交通运输委员会给予3.02亿元补偿，补偿款已于2018年3月底前到位（会计处理上先计入“其他非流动负债”，从2018年3月开始，三年内每月摊销计入营业收入），该举措在一定程度上能够提升沿江项目车流量水平。

截至 2018 年 3 月底，公司参股已通车高速公路 6 条，里程合计 219.4 公里，分别位于深圳市、广东省其他地区、湖南省和江苏省。受益于路网完善、公路沿线区域经济增长、货车计重收费政策等正面作用，跟踪期内，公司多数参股高速公路通行费收入均有不同程度的提升。但江罗高速（江门-罗定）二期的通车对广梧项目仍旧较大的分流影响，2017 年日均车流量同比下降 11.5%，日均路费收入同比下降 18.8%。2017 年公司收到联营企业（高速公路公司）投资收益合计为 2.45 亿元，同比增长 12.90%。

截至 2017 年底，公司在建高速公路(自营）主要包括外环 A 段（自投部分）、清连高速、南光高速及梅观高速改扩建。在建项目已投资完成大部分，未来投资压力尚可。

表 5　截至 2017 年底公司在建高速公路项目情况

（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		
				2018 年	2019 年	2020 年
外环 A 段（自投部分）	3	65.0	12.40	12.80	16.5	19.4
清连高速	10	61.3	60.9	0.3	0.1	--
南光高速	3	31.5	30.8	0.1	0.6	0.1
梅观高速改扩建	3	7.0	6.6	0.4	--	--
合计		**164.8**	**110.7**	**13.6**	**17.2**	**19.5**

资料来源：公司提供

跟踪期内，高速公路收费标准和收费期限均无变化，公司控股及参股高速公路整体营运情况良好，伴随交通运输网络不断完善，通行费收入有望保持增长，但需关注深圳交委收回盐坝、盐排及南光高速事宜。在建高速公路投资已完成大部分，未来投资压力尚可。

（2）委托管理业务

跟踪期内，公司持续开展代建业务和代管业务。2017 年公司委托管理业务收入 1.03 亿元，同比下降 14.88%。委托管理业务收入确认

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 2017 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等。其中外环 A 段是公司现阶段重点代建项目，工程总投资约 205.94 亿元，该项目已于 2014 年开工。该项目系公司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”）与深圳交委签署特许经营权合同，并与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，公司及外环公司合计投入 65 亿元，享有外环高速 A 段 25 年特许经营权，其余由特建发投入。截至 2017 年底，外环宝安段及龙岗段分别已完成约 95%的土地征收及 80%的征地拆迁工作。截至 2017 年底，外环 A 段已累计投入 66.35 亿元。

公司代建项目总投资 325.55 亿元，截至 2017 年底已经完成投资 120.71 亿元，预计未来还需投资 204.84 亿元，公司现阶段代建业务规模较大，但项目资金大多由委托人或政府承担，公司实际投入资金压力不大。代建项目工期通

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

2011年12月29日，公司与深圳市宝通公路建设开发有限公司（以下简称“宝通公司”，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 6　截至 2017 年底公司在建代建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	资金筹措方式	已投资额	未来三年投资计划		
					2018 年	2019 年	2020 年
外环 A 段	2014-2019	205.94	委托方及外环公司出资	66.35	30.28	45.28	32.48
货运组织调整	2016-2018	14.74	委托方出资	3.27	3.98	4.36	2.55
人民路	2015-2017	1.43	委托方出资	1.13	0.25	--	0.05
龙大市政段	2014-2015	2.16	委托方出资	1.49	0.47	--	--
横五路项目	2016~2017	0.44	政府出资	0.23	0.07	0.14	--
横六路项目	2016~2017	0.74	政府出资	0.39	0.10	0.25	--
物流港项目	2016~2018	0.93	委托方出资	0.65	0.25	--	0.03
深汕鲘门项目	2018~2020	6.00	垫资，政府还款	0.03	0.42	2.29	1.45
德政路项目	2014~2014	2.14	委托方出资	1.71	0.43	--	--
梅观新建收费站及配套	2014~2015	3.25	委托方出资	3.02	0.23	--	--
南坪项目二期	2008~2014	22.41	委托方出资	22.05	0.36	--	--
沿江项目二期	2015~2022	46.90	委托方出资及公司垫款	10.00	6.55	7.27	6.75
安置房一期	2013~2014	0.96	政府出资	0.94	0.02	--	--
安置房二期	2014~2016	1.82	政府出资	1.27	0.55	--	--
贵龙大道	2011~2014	7.49	垫资，政府还款	7.49	--	--	--
深汕南门河项目	2017~2018	3.20	垫资，政府还款	0.74	1.51	0.33	0.03
深汕地块平整项目	2016~2020	5.00	垫资，政府还款	0.18	1.51	0.93	0.84
合计	--	**325.55**	--	**120.71**	**47.18**	**60.85**	**44.18**

资料来源：公司提供

注：在建工程中已超过建设期的项目系因政府审计未完成或施工单位未提交结算材料，项目资金结算未完成。

公司与深圳市投资控股有限公司（以下简称“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。2017年12月，公司签署协议收购沿江公司，根据协议，沿江公司向公司支付截至收购基准日（2017年内10月31日）的代管费，并终止代管合同。

总体看，公司现阶段代建业务投资规模较大，但项目资金大多由委托人或政府承担，公司实际投入资金压力不大。沿江一期代管收入的减少对公司收入影响不大。跟踪期内，委托管理服务收入规模相对较小。

（3）土地项目开发与管理

基于对贵龙项目（公司承接的贵州龙里贵龙城市大道一期采用带资开发模式进行建设的工程项目及相关的土地一级开发项目）周边土地有较好的增值空间的预期，为降低贵龙BT项目资金回收风险并保证投资回报，公司通过子公司贵州贵深投资发展有限公司（以下简称“贵深公司”）积极参与贵龙BT项目开发范围内土地竞拍。截至2018年3月底已成功竞拍土地约2655亩（约177万平方米），成交金额总计约为8.69亿元。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700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”）一期第二阶段工程（约129亩，相当于8.6万平方米）169套房已全部竣工并销售完毕，实现房产销售收入3.17亿元；同时，项目二期第一阶段拟推出230余套房屋，跟踪期内，已签约销售220余套，二期一阶段工程已完成约80%的主体工程，计划于2018年底前交付使用。2017年公司实现房地产收入3.17亿元，同比增长24.80%。贵龙项目一期与贵龙项目二期计划投资分别为5.5亿元和4.5亿元，2017年分别完成投资3亿元与3亿元。

公司对联合置地公司进行参股，2015年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。截至2017年底，联合置地已经完成90%的拆迁工作，该项目采用代开发模式，由万科企业股份有限公司为代建管理方完成项目建设，联合置地承担成本支出。因梅林关城市更新项目前期 已经基本完成，为避免资金闲置，2018年公司与新通产实业开发（深圳）有限公司（联合置地股东）同步减资，联合置地注册资金由50亿元减至5亿元，股东持股比例不变。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。

总体看，跟踪期内，贵龙项目持续推进，房地产业务收入持续增加，随贵龙项目二期一阶段陆续完工，该板块收入规模有望增长。

（4） 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174.8亿元，截至2017年底公司已累计投入115.6亿元，未来三年计划投入59.2亿元。

公司在建项目投资金额较大，未来面临一定资本支出压力。

（5）其他业务

环保业务

2016年12月30日，公司子公司深圳高速投资有限公司（以下简称“投资公司”）参与深汕特别合作区南门河综合治理项目（“南门河综合治理项目”），在总投资不超过人民币3.2亿元的情况下，与中交天津航道局有限公司组建联合体共同参与南门河综合治理项目的投资、建设及管理，项目完工后由深汕合作区开发建设公司进行回购。截至2018年3月底，该项目立项已获批，前期报批工作正在有序推进。

2017年5月，公司全资子公司深圳高速环境有限公司（以下简称“环境公司”）与重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“水务资产”）于重庆签订了产权交易合同，环境公司以44.09亿元向水务资产收购重庆德润环境有限公司（以下简称“德润环境“）20%股权，德润环境主要业务为水处理和垃圾焚烧。2017年该股权投资确认投资收益1.26亿元。

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

公司积极拓展环保产业板块，跟踪期内，公司收购德润环境和水规院股权，有利于提升公司在环保业务方面竞争力，并能够换取相应投资收益。

广告业务

公司通过全资持股的广告公司开展收费公路两旁和收费广场的广告牌出租、广告代理、设计制作及相关业务。除经营、发布高速公路沿线自有媒体外，广告公司近年还进一步开展

市区主干道户外媒体业务，同时也为客户提供品牌策划及推广方案。2017年，受深圳城市管理部分广告牌拆除、房地产调控及新业务拓展延后影响，公司广告收入0.94亿元，同比略有下降。

3. 未来发展

跟踪期内，公司在高速公路建设投资方面不断提升并加速向新行业转型。公司定位于“城市和交通基础设施建设服务运营商”的主业发展方向，并涉足以水环境治理、固废处理为主的大环保产业。公司未来发展产业特征突出，目标明确。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度财务报表经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围包括 28 家子公司。跟踪期内，公司新增 7 家子公司，同时减少 1 家子公司。其中，新合并沿江公司对公司财务有一定影响，但整体来看可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 374.74 亿元，所有者权益合计 157.75 亿元（其中少数股东权益 21.56 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 48.37 亿元，利润总额 19.16 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 446.68 亿元；所有者权益合计 162.43 亿元（含少数股东权益 21.48 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 13.42 亿元，利润总额 5.39 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 374.74 亿元，同比增长 15.71%，主要系长期股权投资及无形资产增加所致；资产构成中，非流动资产占 89.49%，占比较上年有所上升。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**80.00**	**39.40**	**39.40**	**10.51**	**86.12**	**19.28**
货币资金	56.64	25.21	25.21	6.73	45.49	10.19
非流动资产	**243.85**	**60.60**	**335.34**	**89.49**	**360.56**	**80.72**
长期股权投资	47.03	6.26	90.64	24.19	69.98	15.67
无形资产	183.24	60.85	211.53	56.45	271.91	60.87
资产合计	**323.85**	**100.00**	**374.74**	**100.00**	**446.68**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2017 年底，公司流动资产 39.40 亿元，同比下降 50.75%，主要系支付收购股权对价款导致货币资金下降所致。2017 年底，公司货币资金 25.21 亿元，同比下降 11.81%。其中受限资产为 8.35 亿元，占货币资金的 33.12%，为项目委托工程管理专项账户资金[2]，规模较上年末大幅减少。2017 年底，公司应收账款 2.16 亿元，同比下降 60.46%，主要系应收沿江一期委托管理服务收益款结算延期至 1 年以上转至长期应收款。2017 年公司将短期理财产品（账面价值 5.5 亿元）赎回，并为购入新理财产品，导致其他流动资产大幅下降，同比下降 93.02%。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产为 335.34 亿元，同比增长 37.52%，主要系长期股权投资、无形资产及其他非流动资产增长所致。

2017 年底，公司长期股权投资 90.64 亿元，同比增长 97.72%，主要系收购德润环境 20%股权所致。2017 年底，公司无形资产为 211.53 亿元，同比增长 15.44%，主要系合并益常高速所致。2017 年底公司其他非流动资产 14.72 亿元，系沿江公司收购尚未完成，暂计入其他非流动资产。

2017 年底，公司受限资产 163.59 亿元，其中货币资金 8.35 亿元，高速公路收费权质押 146.96 亿元，梅观公司股权 5.26 亿元，捷德安

[2] 公司受深圳市政府委托管理建设公路项目，项目建设资金由深圳市政府拨款，公司按项目管理合同有关约定负责安排工程建设资金的支付。

派有限公司 45%股权 3.02 亿元，受限资产占比 43.66%。

2018 年 3 月底，公司资产总额 446.68 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 19.28%和 80.72%，资产构成变化不大。2018 年 2 月公司完成沿江公司合并，2018 年 3 月底资产总额较 2017 年底增长 19.20%。其中，其他应收款大幅增长，主要系联合置地公司完成减资手续，应收减资款 22.05 亿元，同时相应减少长期股权投资账面价值；无形资产大幅增加，主要系合并沿江高速所致，完成合并后 2017 年底公司无形资产应调整为 274.64 亿元。

跟踪期内，随高速公路投资建设和对外投资增加，公司资产规模稳定增长。公司货币资金充裕，但受限资产比例较高，公司整体资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益为 157.75 亿元，同比增长 7.23%，主要系未分配利润增长。

2017 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 136.18 亿元，其中实收资本占 16.01%、资本公积占 15.82%、未分配利润占 45.94%。

2018年3月底，因合并沿江公司（合并前，沿江公司股本46.00亿元，净资产14.72亿元，合并后因公司股本维持不变，沿江公司股本与净资产差归入资本公积），公司资本公积增至52.88亿元；因合并沿江公司，未分配利润调整至32.05亿元（沿江公司合并前未分配利润-30.71亿元），2018年3月底为36.02亿元；所有者权益较2017年底增长至162.43亿元。

总体看，公司归属母公司权益中资本公积占比高，所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额为 216.99 亿元，同比增长 22.78%，主要系因股权收购导致的借款增加所致。从负债总额构成看，非流动负债占 68.62%，公司以非流动负债为主。

2017 年底，公司短期借款 25.18 亿元，全部为新增短期借款；公司其他应付款 14.12 亿元，同比下降 40.83%，主要系外环项目政府投入工程款余额减少所致。2017 年底公司长期借款 49.79 亿元，同比增长 179.26%，系因益常公司纳入公司合并范围增加长期借款及增加外环项目借款所致。2017 年底，公司应付债券合计 27.32 亿元，跟踪期内，公司偿付“14 深高速 MTN001”（债券本金 10.00 亿元），同时“15 深高速 MTN001”债券本金 9.00 亿元)将于一年以内到期，调整至一年内到期非流动负债。2017 年底，公司其他非流动负债 53.62 亿元，主要为盐排、盐坝、南光高速三项目补偿款。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 112.34 亿元，同比增长 69.58%。全部债务中短期债务和长期债务分别占比 31.36%和 68.64%，公司仍以长期债务为主，但短期债务快速增长。债务指标方面，2017 年底公司资产负债率为 57.91%，较上年小幅增长；2017 年底公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 41.59%和 32.83%。

表 8 公司债务构成情况

（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	10.99	16.58	35.23	31.36	34.32	21.85
长期债务	55.26	83.42	77.11	68.64	122.78	78.15
合计	**66.24**	**100.00**	**112.34**	**100.00**	**157.10**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

注：已将一年内到期非流动负债中预计负债和三项目补偿款剔除

截至2018年3月底，公司全部债务合计157.10亿元，较2017年底增长44.76亿元，主要是长期借款增加所致，公司债务结构仍以长期债务为主。同期，公司资产负债率较2017年底有所上升，为63.64%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2017年底均有上涨，分别为49.17%和43.05%。

从债务期限来看，因“15深高速MTN001”将于2018年8月18日到期，公司短期债务偿付压

力增加。

总体看，跟踪期内，公司债务规模增长较快，伴随“15深高速MTN001”即将兑付，公司短期债务偿付压力加大，但整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司新增控股益常高速、沿江项目和长沙环路，公司营业收入稳定增长。2017年公司营业收入48.37亿元，同比增长32.50%；主要是由于合并益常高速和长沙环路带动公司通行费收入增长所致。2018年1~3月，公司营业收入13.42亿元，同比增长30.16%；2017年，公司营业利润率为47.54%，较2016年有所增长。

公司期间费用以财务费用为主，2017年占比为72.99%；2017年公司财务费用为5.51亿元，较上年快速下降，主要是由于汇兑收益增加所致。2017年公司期间费用率为15.60%，较上年下降1.98个百分点。2018年1~3月，公司期间费用合计1.81亿元，期间费用占营业收入比为13.49%。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，公司对合营企业及联营企业投资收益快速增长，2017年为4.89亿元，较上年增长59.82%，对公司利润总额具有一定的贡献。

表9 2016~2017年公司盈利情况

（单位：亿元）

科目	2016年	2017年
营业收入	45.32	48.37
营业成本	25.33	24.99
投资收益	4.34	5.29
营业利润	16.45	19.08
营业外收入	0.07	0.11
利润总额	16.22	19.16
营业利润率	42.65	47.54
总资本收益率	7.67	7.33
净资产收益率	8.95	9.80

资料来源：公司审计报告

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

2017年公司营业外收入为0.11亿元，主要为政府奖励金。

盈利指标方面，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.17%和9.80%，较2016年分别下降0.50个百分点和增加0.85个百分点。

通行费收入是公司收入和利润的主要来源。跟踪期内，受新增高速公路影响，公司营业收入稳定增长，盈利能力有所上升，整体盈利能力很强。

5. 现金流

从经营活动来看，2017年公司经营活动产生的现金流入46.96亿元，同比增长10.06%；伴随公司营业收入的增长，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长10.60%，为45.76亿元。2017年公司现金收入比为94.62%，同比略有上升。2017年经营活动现金流出为20.35亿元，同比小幅下降4.90%。2017年经营活动现金流净额为26.61亿元。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金20.14亿元，主要为理财产品赎回。2017年公司投资活动现金流出为93.97亿元，主要为支付润德环境、益常公司和沿江公司的对价款。2017年投资活动现金流净额为-69.91亿元。

从筹资活动来看，2017年筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金55.22亿元；公司筹资活动现金支出主要是偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2017年公司偿还债务支付的现金为21.79亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为11.84亿元。

2018年1~3月，公司销售商品、提供劳务取得现金流入16.05亿元，现金收入比为119.62%，高于2017年整体水平，主要系收到沿江项目补偿款所致，经营活动现金流净额9.56亿元。2018年1~3月，公司投资活动现金净流出3.71亿元，同比大幅增加，主要系去年同期支付了收购益常公司股权价款。2018年1~3月，因偿还债务本

息和股利分配增加，公司筹资活动现金流净流出4.06亿元。

跟踪期内，公司经营活动获取现金能力保持稳定，投资活动现金流受子公司收购影响大。考虑公司目前在建项目，公司筹资压力尚可。

表 10　公司现金流情况（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动产生的现金流量净额	21.27	26.61	9.56
投资活动产生的现金流量净额	-25.30	-69.91	-3.71
筹资活动产生的现金流量净额	-15.29	17.73	-4.06
现金收入比	91.30	94.60	119.62
经营现金流动负债比率	44.45	39.08	--

资料来源：公司审计报告

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于收购股权支付对价款导致公司 2017 年货币资金快速下降及流动负债快速上升，公司流动比率和速动比率均呈现不同程度下降，分别为 57.86%和 49.06%。2018 年 3 月底，因货币资金增加和新增应收联合置地减资款，公司流动资产增长较快，上述指标快速增长，分别为 98.03%和 91.30%。目前公司货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 37.39 亿元，同比增长 17.81%；2017 年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.00 倍，较上年有所上升；EBITDA 利息倍数为 8.33 倍，较上年有所下降。

2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 13.66 亿元，担保比率为 8.66%。被担保单位为中国建设银行深圳市分行和深高速·茵特拉根小镇一期客户。公司于 2007 年发行 15 年期企业债，该债券由中国建设银行深圳市分行提供担保，公司向其进行反担保，担保额 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 2018 年 3 月底，担保额 5.66 亿元，存在一定或有风险。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得商业银行授信总额（合并口径）272 亿元，其中已使用额度 141.5 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。

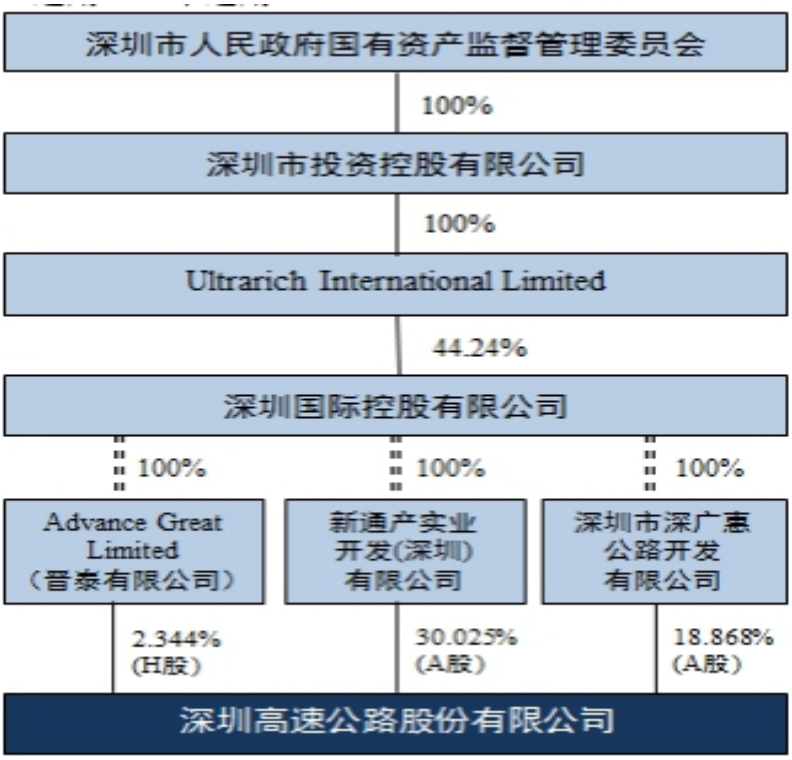
十、存续期债券偿债能力分析

2017 年，公司 EBITDA 为“15 深高速 MTN001”本金的 4.15 倍；2017 年，公司经营活动现金净流入量为 26.61 亿元，为“15 深高速 MTN001”本金 2.96 倍；2017 年底，公司现金类资产 25.21 亿元，为“15 深高速 MTN001”本金的 2.80 倍。公司经营活动现金流、现金类资产和 EBITDA 对 “15 深高速 MTN001”保障能力强。

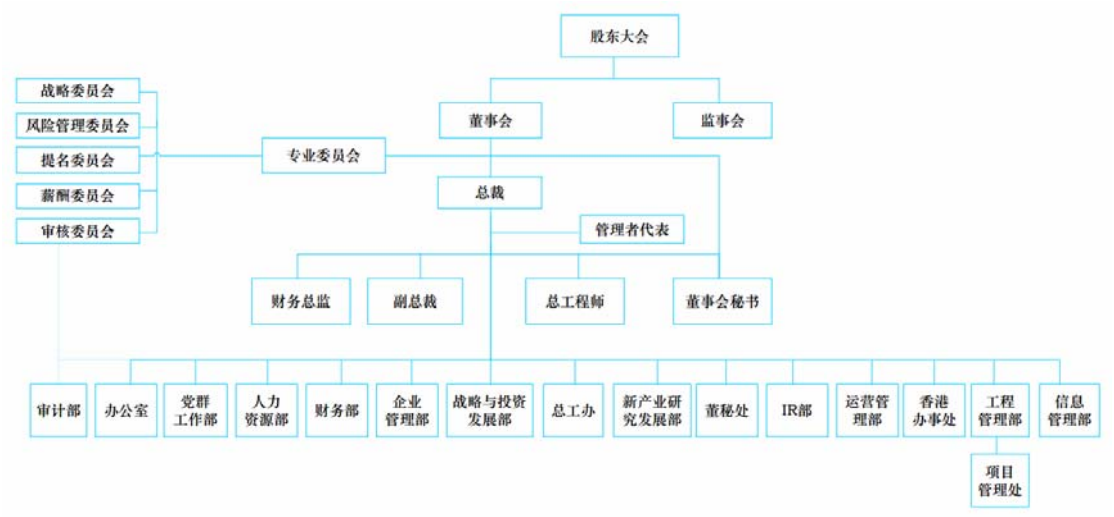
十一、结论

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

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.91	56.67	25.21	45.49
资产总额(亿元)	316.71	323.85	374.74	446.68
所有者权益(亿元)	149.61	147.11	157.75	162.43
短期债务(亿元)	17.69	10.99	35.23	34.32
长期债务(亿元)	48.92	55.26	77.11	122.78
全部债务(亿元)	66.61	66.24	112.34	157.10
营业收入(亿元)	34.21	45.32	48.37	13.42
利润总额(亿元)	16.72	16.22	19.16	5.39
EBITDA(亿元)	30.34	31.74	37.39	--
经营性净现金流(亿元)	17.72	21.27	26.61	9.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.95	7.50	12.67	--
存货周转次数(次)	2.84	3.86	3.96	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.14	0.14	--
现金收入比(%)	107.77	91.30	94.62	119.62
营业利润率(%)	47.34	42.65	47.54	50.28
总资本收益率(%)	9.06	7.67	7.17	--
净资产收益率(%)	9.99	8.95	9.80	--
长期债务资本化比率(%)	24.64	27.31	32.83	43.05
全部债务资本化比率(%)	30.81	31.05	41.59	49.17
资产负债率(%)	52.76	54.57	57.91	63.64
流动比率(%)	204.95	167.21	57.86	98.03
速动比率(%)	189.17	153.35	49.06	91.30
经营现金流动负债比(%)	43.10	44.45	39.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.20	2.09	3.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	9.79	8.33	--

注：1.2018 年第一季度财务数据未经审计；2.一年内到期的非流动负债中无息部分已从债务中剔除。

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。