



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 211号

## 福建发展高速公路股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“福建发展高速公路股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十五日

## 福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	福建发展高速公路股份有限公司		
<b>发行规模</b>	20 亿元		
<b>存续期限</b>	2015/8/11-2020/8/11（附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权）		
<b>上次评级时间</b>	2015/7/23		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

### 概况数据

福建高速	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	91.76	95.45	98.16	100.41
总资产（亿元）	191.49	186.90	183.15	185.07
总债务（亿元）	77.11	70.60	70.20	70.16
营业总收入（亿元）	26.25	26.36	25.78	6.07
营业毛利率（%）	66.94	67.29	63.44	71.41
EBITDA（亿元）	20.64	21.37	19.87	-
所有者权益收益率（%）	7.86	8.29	7.44	8.97
资产负债率（%）	52.08	48.93	46.41	45.74
总债务/EBITDA（X）	3.74	3.30	3.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.27	4.84	5.16	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、福建高速2016年一季度报所有者权益收益率经过年化处理。

### 分析师

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月15日

### 基本观点

跟踪期内，主要受货运需求下降、货车流量降幅相对较大影响，2015 年福建发展高速公路股份有限公司（以下简称“福建高速”或“公司”）收入规模出现小幅下滑，但持续增长的私家车数量对公司客车流量起到一定支撑作用，整体经营情况良好。同时，公司盈利能力强、财务结构保持稳健，均为公司债务偿付提供了有力保障。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到路产分流效应依然存在以及收费政策风险等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持福建高速主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正 面

- 外部经营环境良好。2015 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，同时，福建省区域经济表现良好，全年实现 GDP25,979.82 亿元，同比增长 9.0%，上述因素均为高速公路行业发展和公司高速公路业务提供有效支撑。
- 盈利能力强。2015 年公司营业毛利率为 63.44%，维持在行业较高水平，整体盈利能力强。且随着区域经济增长、汽车保有量增加以及福泉、泉厦高速公路扩建工程的完工通车，公司控股路产通行能力及获利能力或将继续增强。
- 财务结构保持稳健。截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.41%和 41.70%，分别较上年下降 2.52 个百分点和 0.82 个百分点，财务杠杆水平呈进一步下降趋势，财务结构较为稳健。

## 关 注

- 分流效应依然存在。2015~2020 年，福建省将实施福州-马尾-长乐机场城际铁路、莆田-福州长乐机场城际铁路及宁德-福州长乐机场城际铁路等 6 个项目，总里程 583 公里，届时或将对高速公路造成一定分流影响。
- 高速公路收费政策变化对公司经营造成一定影响。重大节假日小型客车免费通行及绿色通道免费政策的实施对公司路产的通行费收入造成一定的负面影响，后续政策的变化值得关注。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金专项说明

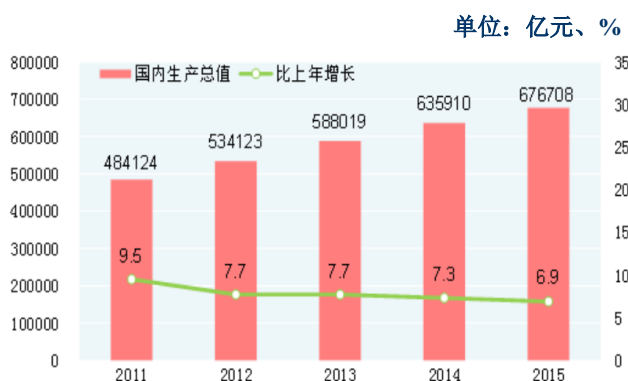
经中国证监会监督管理委员会证监许可[2015]636号文核准,福建发展高速公路股份有限公司(以下简称“福建高速”或“公司”)获准向社会公开发行总额不超过20亿元(含20亿元)的公司债券。根据《福建发展高速公路股份有限公司2015年公司债券发行公告》,本次债券发行总额为20亿元,每张面值为人民币100元,共发行2,000万张,发行价格为100元/张,采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式。本次债券期限为5年,附第3年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2015年8月10日,公司与保荐人兴业证券股份有限公司在网下向机构投资者进行票面利率询价,根据网下向机构投资者询价簿记结果,经公司与保荐人协商一致,最终确定福建发展高速公路股份有限公司2015年公司债券票面利率为3.53%。本次债券募集资金扣除发行费用后,拟用于改善债务结构、偿还公司债务和补充流动资金。

## 行业关注

**2015年,我国国民经济维持稳定发展,汽车保有量稳步提升,加之福建省区域经济的平稳发展及高速路网效应的增强均将为高速公路行业发展提供有效支撑**

2015年,我国实现国内生产总值676,708亿元,比上年增长6.9%。其中,第一产业增加值60,863亿元,增长3.9%;第二产业增加值274,278亿元,增长6.0%;第三产业增加值341,567亿元,增长8.3%。从三大产业占比来看,第一产业增加值占国内生产总值的比重为9.0%,第二产业增加值比重为40.5%,第三产业增加值比重为50.5%,首次突破50%。财政收入方面,全年全国一般公共预算收入152,217亿元,比上年增加8,324亿元,增长5.8%,其中税收收入124,892亿元,增加5,717亿元,增长4.8%。总体来看,目前我国经济增速持续放缓,但整体仍维持稳定发展态势,为交通运输业的发展提供了良好的宏观环境。

图1: 2011~2015年国内生产总值及其增长速度



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看,2015年全年汽车产销量均继续保持增长,全年实现产销量分别为2,450.33万辆和2,459.76万辆,同比分别增长3.3%和4.7%,产销增速较上年分别回落4.0和2.2个百分点,总体呈现平稳增长态势,但增速下滑。截至2015年末,全国民用汽车保有量达到17,228万辆(包括三轮汽车和低速货车955万辆),比上年末增长11.5%,其中私人汽车保有量14,399万辆,增长14.4%。民用轿车保有量9,508万辆,增长14.6%,其中私人轿车8,793万辆,增长15.8%。汽车产销规模的增长以及汽车保有量的稳步提升均为我国高速公路行业发展提供了最直接的动力。

从福建省区域情况来看,2015年全省实现地区生产总值25,979.82亿元,比上年增长9.0%。其中,第一产业增加值2,117.65亿元,增长3.7%;第二产业增加值13,218.67亿元,增长8.7%;第三产业增加值10,643.50亿元,增长10.3%。人均地区生产总值67,966元,比上年增长8.0%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为8.1%,第二产业增加值比重为50.9%,第三产业增加值比重为41.0%。“十二五”期间,全省地区生产总值年均增长10.7%,超出“十二五”计划目标0.7个百分点。其中三次产业年均分别增长4.2%、12.8%和9.2%。三次产业结构由2010年的9.3: 51.0: 39.7调整为2015年的8.1: 50.9: 41.0,整体产业结构得以优化。

2015年福建省交通运输业保持增长。全年交通运输、仓储和邮政业实现增加值1,469.40亿元,比上年增长8.7%。“十二五”期间,货物周转量年均增长13.3%,旅客周转量年均增长8.7%。2015年公路通车里程104,585.27公里,比上年增长3.4%。其中

海西高速公路网通车里程 5,002 公里，增长 19.8%。铁路营业里程 3,196.53 公里，增长 16.0%。年末全省汽车保有量 436.8 万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长 12.4%，其中私人汽车保有量 379.3 万辆，增长 14.5%。全省轿车保有量 263.2 万辆，增长 14.7%，其中私人轿车保有量 243.2 万辆，增长 15.8%。

此外，为贯彻落实新颁《国家公路网规划（2013 年-2030 年）》，全面实施《海峡西岸经济区规划》，全面推进生态文明示范区、21 世纪海上丝绸之路核心区、中国（福建）自由贸易试验区建设中的基础支撑作用，2015 年福建省启动全省高速公路网规划修编工作。规划显示，从加快构建现代综合交通运输体系和推进交通运输现代化出发，进一步优化完善路网布局，修编后的福建省高速公路网格局为“三纵十横三环三十四联”，总规模约 7,037 公里。其中，国家高速公路 4,167 公里，省级高速公路 2,870 公里，连通全省所有县（市、区），路网规模明显扩大，路网效应增强及区域经济平稳发展也将带动省内车流量及通行费分配收入的增加。

## 国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策，行业面临一定的政策风险

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费分配收入仍保持了持续增长态势，2014 年全年为 7.2%，略低于全国 GDP 增速。

表 1：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养

护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

### 在我国铁路建设不断提速的背景下，福建省积极落实城际铁路的建设工作，省内高速公路受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。2015年全国铁路固定资产投资完成8,238亿元，投产新线9,531公里，其中高速铁路3,306公里。全国铁路营业里程达到12.1万公里，比上年增长8.2%，其中高铁营业里程超过1.9万公里。旅客运输方面，全国铁路旅客发送量完成25.35亿人，比上年增长2.30亿人，增长10.0%。其中，国家铁路24.96亿人，增长9.9%。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

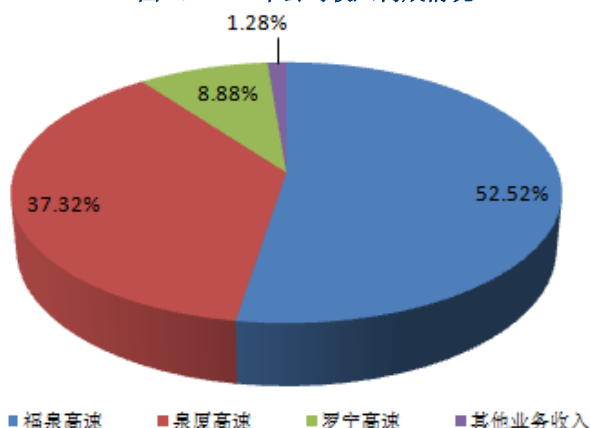
目前，福建省积极推进铁路中长期规划和“十三五”规划。据规划，到2020年，福建省将基本建成“三纵六横”铁路网主框架，进出省通道增至10个以上，快速铁路覆盖90%以上县市；铁路总里程达5,350公里，铁路密度从2010年的135.42公里/万平方公里增加至447.7公里/万平方公里。此外，根据国家发展改革委关于福建省海峡西岸城际铁路建设规划（2015~2020年）的批复，2015~2020年，福建省将实施6个项目，包括福州-马尾-长乐机场城际铁路、莆田-福州长乐机场城际铁路、宁德-福州长乐机场城际铁路、泉州-厦门-漳州城际铁路、漳州-港尾-厦门城际铁路，总里程583公里，总投资约1,071亿元。城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

### 业务运营

公司主营业务为高速公路投资、建设、收费和运营管理，近年公司控股路产通行费分配收入占营业收入的98%以上。2015年，在私家车数量持续增长的背景下，公司客车流量保持增长，但货车流量

降幅相对较大，全年收入仍呈小幅下降态势。2015年公司实现营业收入25.78亿元，同比下降2.21%，控股路产福泉高速、泉厦高速和罗宁高速的通行费分配收入分别为13.54亿元、9.62亿元和2.29亿元，分别占公司营业收入的52.52%、37.32%和8.88%；同年，公司其他业务收入约占营业收入的1.26%，主要为沿线路牌广告收入、清障业务收入等。此外，公司另参股位于福建省境内的浦南高速，持股比例为29.78%。

图2：2015年公司收入构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

### 在货运需求下降、重大节假日小型客车免费通行及鲜活农产品车辆免征政策等影响下，2015年公司控股路产通行费分配收入小幅下降，但整体经营情况依然良好

截至2015年末，公司共有福泉高速、泉厦高速、罗宁高速三条控股路产，合计里程数为282.10公里。2015年，受福建沿海外向型经济下滑导致货运需求下降、重大节假日小型客车免费通行及鲜活农产品车辆免征政策等因素的叠加影响，公司高速公路运营承受一定压力，2015年控股路产通行费分配收入为25.45亿元，较上年减少2.57%，但持续增长的私家车数量对公司客车流量起到一定支撑作用，整体经营情况良好。

表2：公司控股路产明细情况

运营路段	权益比例	里程数 (公里)	收费期限起止	车道数量	剩余收费年限
福泉高速	63.06%	167.10	2011.1~2036.1	8车道	22年
泉厦高速	100%	81.89	2010.9~2035.9	8车道	21年
罗宁高速	100%	33.11	2008.1~2028.3	4车道	14年
合计	-	282.10	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

福泉高速方面，2015年公司该路段实现通行费分配收入13.54亿元，同比下降3.27%。从车流量看，当年福泉高速客车按车型收费标准折算日均车流量22,537辆，同比增长1.95%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为15,410辆，同比下降6.59%。

泉厦高速方面，2015年该路段通行费分配收入9.62亿元，同比下降1.98%。当年泉厦高速客车按车型收费标准折算日均车流量36,312辆，同比增长3.60%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为20,162辆，同比下降6.29%。

福泉高速和泉厦高速扩建方面，泉厦高速公路扩建工程竣工决算审计工作已于2012年度完成，福泉高速公路扩建工程竣工决算审计工作已于2015年12月完成。泉厦和福泉高速公路扩建尾工工程继续开展，截至2015年末，泉厦、福泉高速公路扩建工程已累计支出126.81亿元，2015年泉厦段支付0.64亿元，福泉段支付1.44亿元，尾工工程预计于2016年底竣工，计划尚需投入4.18亿元，后续资本支出压力相对可控。

罗宁高速方面，2015年该路段通行费分配收入2.29亿元，较上年略降0.84%。当年罗宁高速客车按车型收费标准折算日均车流量13,941辆，同比增长2.45%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为16,172辆，同比下降2.22%。值得关注的是，罗宁高速受平行线路宁连高速2015年末建成通车的分流影响，车流量出现明显下滑，预计2016年罗宁高速路段的通行费将会显著下降。未来，随着省内高速公路通行网络的完善，复线、连接线及城市环线等线路的陆续开通可能对公司运营路产产生分流影响。



表 3: 2014~2016.Q1 公司控股路产经营情况

单位: 亿元、辆

路段名称	2014		2015		2016.Q1	
	通行费分配收入	折算全程日均车流量	通行费分配收入	折算全程日均车流量	通行费分配收入	折算全程日均车流量
福泉高速	14.00	38,603	13.54	37,947	3.29	37,985
泉厦高速	9.81	56,568	9.62	56,474	2.34	56,118
罗宁高速	2.31	30,148	2.29	30,113	0.36	18,822

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

道路维护方面, 公司目前的道路维护主要包括日常养护和专项养护, 其中日常养护工程由各路段运营公司实施。由于公司所辖路段已有一定的通车年限, 2015 年受福泉、泉厦及罗宁高速公路开展路面中修工程影响, 当年养护费用支出 1.57 亿元, 同比增长 41.62%。目前公司暂无大修计划。

总体来看, 在货运需求下降、重大节假日小型客车免费通行及鲜活农产品车辆免征政策等多重因素影响下, 公司高速公路运营承压, 但受益于客车流量的稳步增长, 整体经营情况良好。另外, 中诚信证评将关注省内高速路网效应的增强对公司控股路产产生的分流影响。

### 2015 年公司参股路产浦南高速仍经营亏损, 但未来车流量尚有提升空间, 进而为公司提供收益补充

目前公司参股路产主要为浦南高速, 浦南高速由南平浦南高速公路有限责任公司(以下简称“浦南公司”)负责具体运营, 2004 年 10 月, 公司与省公路公司、南平高速公司三方共同组建浦南公司。后经股权变更, 截至 2015 年末, 公司持有浦南公司 29.78% 的股权。浦南公司主营业务为浦城至南平高速公路的经营管理, 包括收费、养护、车辆施救等业务。

浦南高速系连接安徽、江西、浙江和福建四省的省际干线公路, 是国家高速公路京台线、长深线的组成部分。浦南高速于 2005 年 12 月动工兴建, 于 2008 年 12 月正式建成运营通车。根据福建省人民政府办公厅闽政办函[2004]80 号文《福建省人民政府办公厅关于浦南高速公路收费权经营年限的函》, 浦南高速作为经营性收费公路项目, 其收费经营期限为 25 年, 自全路段通车之日起计算, 目前剩余收费年限为 18 年。

表 4: 公司参股路产明细情况

运营路段	权益比例	里程数(公里)	收费期限起止	车道数量	剩余收费年限
浦南高速	29.78%	245	2008.12-2033.12	4 车道	18 年

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2015 年因沪昆高速交通管制及 205 国道修路, 浦南高速路段车流量大幅增加, 通行费分配收入明显增长, 全年实现通行费分配收入 3.61 亿元, 同比增长 12.11%。当年浦南高速客车按车型收费标准折算日均车流量 4,038 辆, 同比增长 30.55%; 货车按计重收费标准折算的日均车流量为 1,792 辆, 同比增长 6.60%。鉴于浦南高速目前车流量尚处于培育期, 车流量增幅尚未达到预期水平, 以及较大的固定资产折旧和银行贷款利息支付压力, 浦南公司近年均经营亏损, 2015 年亏损 3.39 亿元。当年公司确认投资收益-1.01 亿元。

长期来看, 浦南高速途经福建武夷山、连接安徽黄山、江西三清山、衢州江郎山等著名风景区, 随着旅游需求的日趋旺盛及路产运营的逐步成熟, 未来浦南高速的车流量仍有提升空间, 从而有利于浦南公司通行费收入的增加以及对公司收益的补充。

### 2015 年以来公司立足于长期可持续发展, 积极推进银行、保险等金融行业的投资, 未来将继续加大对外投资的力度

2015 年 3 月公司投资近 10 亿元首次入股厦门国际银行, 认购增发股份 1.33 亿股, 持股比例为 4.17%, 成为厦门国际银行第六大股东, 2015 年 8 月, 公司已取得厦门国际银行签发的股东权证。当年厦门国际银行以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 使得公司持股数增至 2.66 亿股(持股比例保持不变)。2016 年 3 月, 公司拟再次投资不

超过 10 亿元参与厦门国际银行 2016 年度增资扩股，本次增资的认购价格为每股 4.5 元。本次的投资额度最多可认购 22,222 万股，据此测算，本次投资完成后公司对厦门国际银行的持股比例最高可达到 5.82%。从两期的入股价格来看，公司前期认购的厦门国际银行的股权已实现较好的增值。

此外，2014 年公司出资 2.7 亿元参与海峡金桥财产保险股份有限公司（以下简称“海峡财险公司”）的发起设立，持股 18%，为第二大股东。2015 年 8 月 19 日，海峡财险公司获得中国保监会的批复，目前各项筹备工作正有序推进，力争于 2016 年上半年筹建完成并正式开业。

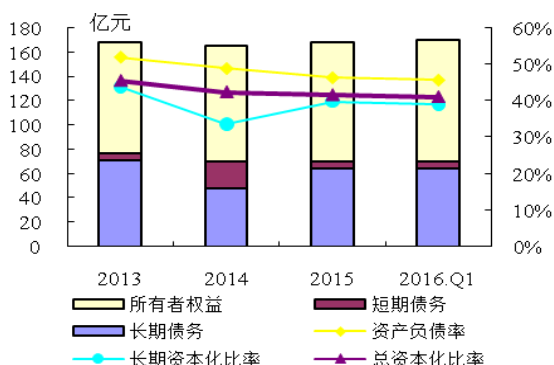
未来，公司将深入推进高速公路运营管理这一主业的稳健发展，逐步形成“金融+大交运”两翼协同发展局面，为公司未来可持续发展提升动力。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度审计报告，以及未经审计的 2016 年第一季度财务报告。

### 资本结构

图 3：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

随着福泉、泉厦高速公路扩建工程等项目的完工，近年公司资产规模趋于稳定，2015 年末资产总额为 183.15 亿元，同比下降 2.00%。从资产结构来看，公司资产集中于非流动资产，2015 年末非流动资产占总资产的比重为 93.95%。公司当年末非流动资产主要由可供出售金融资产和固定资产构成，其中可供出售金融资产系当年新增对厦门国际银行的股权投资；固定资产主要为公司控股高速路

产、房屋及建筑物等，2015 年公司福泉高速公路扩建工程竣工决算审计工作完成，该路产价值暂估数核减 4 亿余元，加之对控股路产计提折旧，使得固定资产减少近 10 亿元，同比下降 5.76%。同期，随着公司下属高速路段扩建工程的相继完工，公司对外资本支出需求相应减少，负债规模下降，2015 年末负债总额为 84.99 亿元，同比下降 7.06%。所有者权益方面，公司近年经营效益较好，自有资本不断夯实，2015 年末所有者权益合计 98.16 亿元，同比增长 2.84%。同期，受益于负债减少及权益资本积累增加，公司资产负债率和总资本化比率下降至 46.41% 和 41.70%，分别较上年下降 2.52 个百分点和 0.82 个百分点，另截至 2016 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 185.07 亿元和 84.65 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 45.74% 和 41.13%，财务杠杆水平呈进一步下降态势，且处于行业内合理水平，财务结构较为稳健。

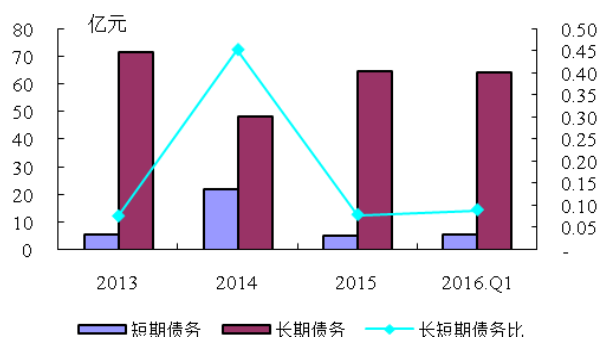
表 5：2015 年主要高速公路上市公司资本结构指标

名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
山东高速	444.29	45.56
宁沪高速	364.76	41.92
深高速	316.71	52.76
赣粤高速	310.59	53.58
福建高速	183.15	46.41

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2015 年末及 2016 年 3 月末，公司总债务分别为 70.20 亿元和 70.16 亿元，长短期债务比分别为 0.08 倍和 0.09 倍，公司债务以长期债务为主，债务期限结构合理，短期债务压力相对较小。

图 4：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司近年资产规模趋于稳定，债务

规模下降，财务杠杆水平以及债务期限结构均处于合理范围之内，财务结构较为稳健。

### 盈利能力

通行费分配收入为公司营业收入的主要来源。主要受货运需求下降、货车流量降幅相对较大的影响，2015年公司通行费分配收入较上年减少2.57%，全年营业总收入为25.78亿元，同比下降2.21%。营业毛利率方面，公司当年养护支出增幅较大导致营业成本上升，营业毛利率下滑，2015年营业毛利率为63.44%，较上年下降3.85个百分点。但随着区域经济增长、汽车保有量增加以及福泉、泉厦高速公路扩建工程的完工通车，公司控股路产通行能力将获得提升，预计未来公司毛利率仍将维持在较高水平。2016年1~3月，公司营业总收入为6.07亿元，毛利率上升至71.41%。总体来看，尽管公司路段养护支出的增加导致毛利率水平下降，但仍处于行业较高水平。

表 6：2015 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
山东高速	69.55	65.15
宁沪高速	87.61	49.59
皖通高速	24.27	60.01
深 高 速	34.21	50.92
福建高速	25.78	63.44

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，受益于高速公路行业管理费及人员经费支出的减少，2015年公司管理费用同比下降5.13%；财务费用方面，公司当年新发行利率为3.53%的“15闽高速”公司债券，并赎回利率为5.8%的“11闽高速”公司债券，使得公司债券利息费用下降明显，财务费用规模下降。2015年，公司三费合计4.42亿元，同比下降11.42%，同期三费收入占比为17.14%，较上年下降1.77个百分点，2016年1~3月三费收入占比进一步下降至15.21%。整体来看，公司三费收入占比呈逐年下降趋势，期间费用控制能力有所提升。

表 7：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

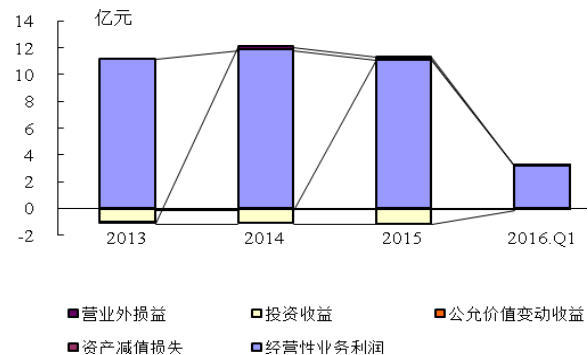
单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.77	0.67	0.63	0.15
财务费用	4.72	4.32	3.79	0.77
三费合计	5.49	4.99	4.42	0.92
三费收入占比	26.25%	18.91%	17.14%	15.21%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2015年受收入规模及营业毛利率下滑的影响，公司经营性业务利润有所减少，当年经营性业务利润为11.06亿元，同比下降6.65%；同期，公司投资收益为-1.12亿元，主要系对浦南公司长期股权投资确认的亏损。2015年公司利润总额亦呈下降趋势，当年利润总额为10.16亿元，同比下降7.42%，全年实现净利润7.30亿元，同比下降7.68%。

图 5：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



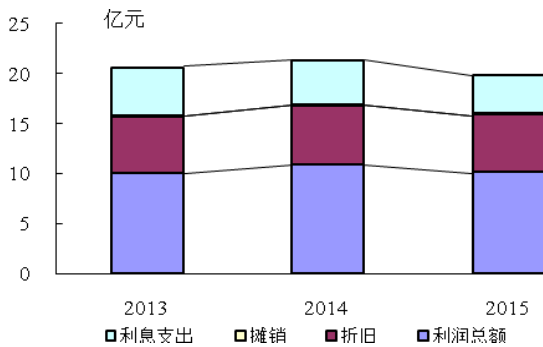
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2015年主要受货车流量减少影响，公司业务规模出现小幅下降，且在养护支出增幅较大的影响下，营业毛利率下滑，但公司经营主业突出，毛利率处于行业内较高水平，整体盈利能力强。

### 偿债能力

获现能力方面，利润总额、折旧和利息支出系构成公司EBITDA的主要来源。主要受利润总额减少影响，2015年公司EBITDA规模为19.87亿元，同比下降7.00%。从主要偿债能力指标表现来看，2015年公司总债务/EBITDA为3.53倍，EBITDA利息保障倍数为5.16倍。整体来看，公司EBITDA能对债务本息形成较高覆盖，对债务本息的偿还形成较好保障。

图 6: 2013~2015 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2015 年公司经营活动净现金流为 23.00 亿元, 同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.33 倍和 5.98 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障能力较好。投资活动现金流方面, 2015 年公司新增对厦门国际银行的投资, 投资活动现金流呈净流出状态, 当年公司投资活动净现金流为-12.66 亿元。为促进业务的可持续发展, 公司未来将继续加大对外投资的力度, 投资活动净现金流或仍将呈一定规模的流出状态。

表 8: 2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务 (亿元)	71.65	48.54	65.03	64.33
总债务 (亿元)	77.11	70.60	70.20	70.16
资产负债率 (%)	52.08	48.93	46.41	45.74
总资本化比率 (%)	45.66	42.52	41.70	41.13
EBITDA (亿元)	20.64	21.37	19.87	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.27	4.84	5.16	-
总债务/EBITDA (X)	3.74	3.30	3.53	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.78	4.14	5.98	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.24	0.26	0.33	0.11

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司近年与建设银行、兴业银行、邮政储蓄银行、国家开发银行等各大银行保持着紧密的业务合作关系, 截至 2015 年末, 公司获得的银行授信额度 102.90 亿元, 其中尚未使用授信额度 28.05 亿元, 备用流动性一般。

截至 2015 年末, 公司无对外担保所形成的或有负债风险; 公司无重大诉讼、仲裁事项。

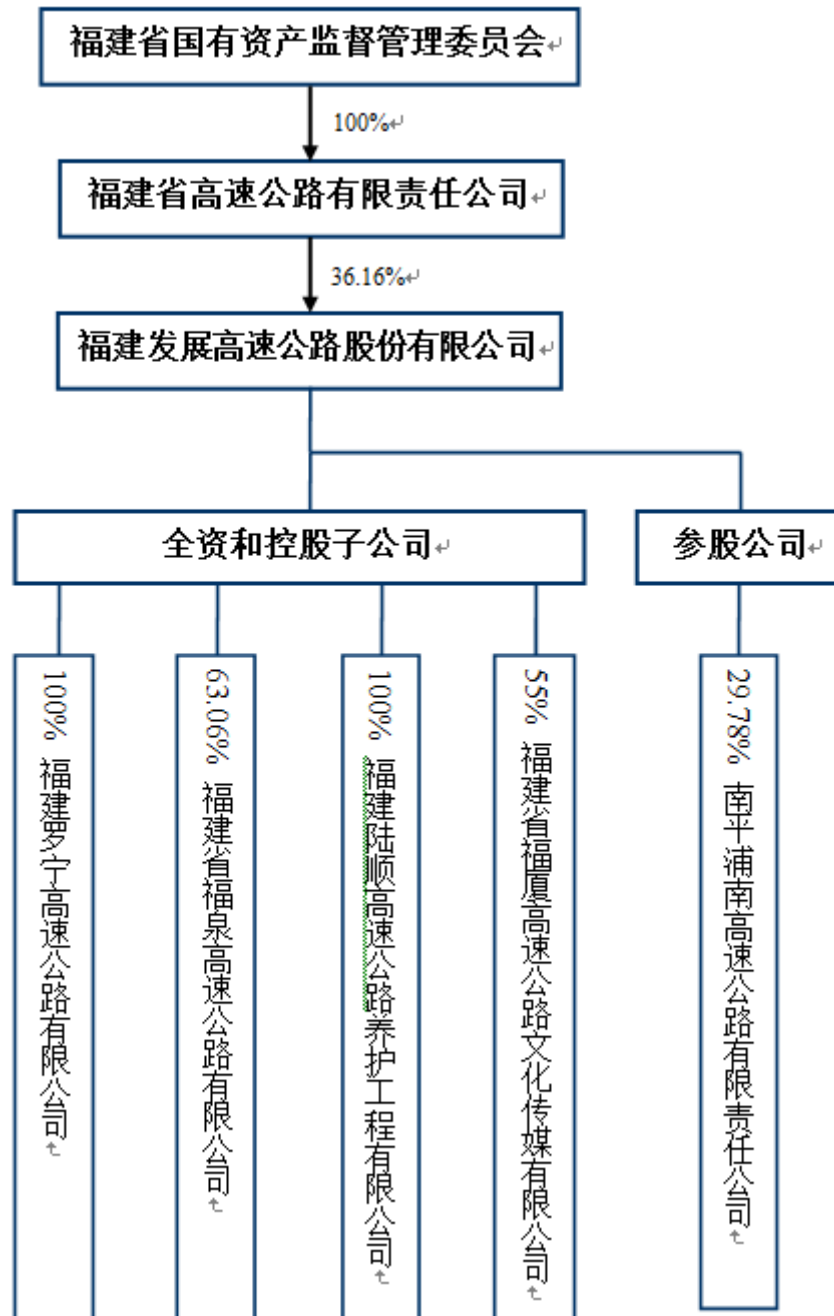
总体来看, 公司业务运营良好, 盈利及经营活动净现金流均能为债务本息提供较好保障, 债务压

力可控, 整体偿债能力很强。

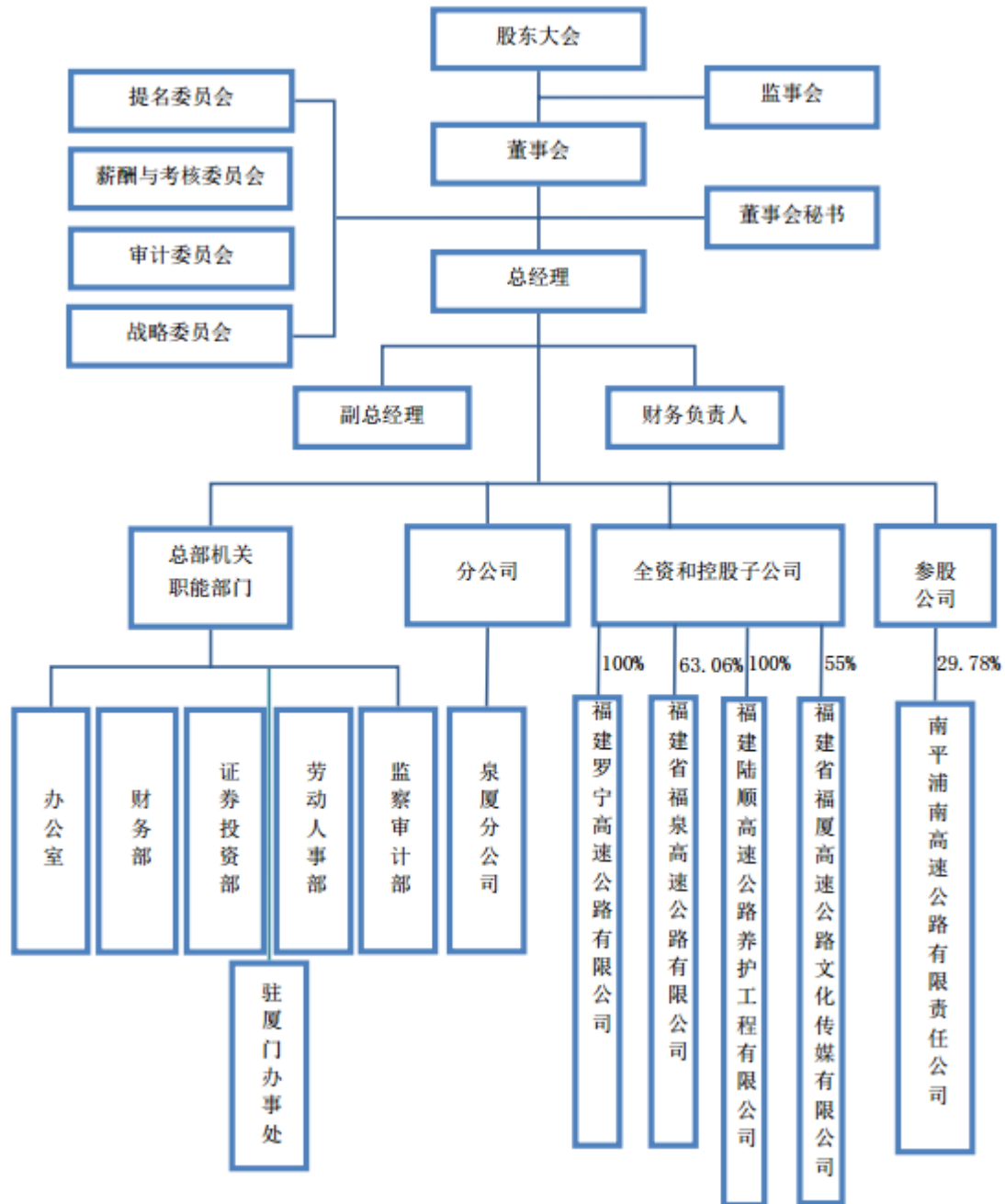
## 结论

综上, 中诚信证评维持发行主体福建高速信用等级为 **AA<sup>+</sup>**, 评级展望稳定, 维持“福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：福建发展高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：福建发展高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：福建发展高速公路股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	34,128.02	41,729.22	68,825.67	53,851.18
应收账款净额	61,310.74	74,802.67	37,196.28	60,725.33
存货净额	785.52	553.43	1,226.02	1,006.86
流动资产	99,858.18	138,371.98	110,860.13	119,823.68
长期投资	49,427.83	38,209.54	127,868.69	126,721.93
固定资产合计	1,746,699.76	1,690,068.43	1,587,430.04	1,574,441.87
总资产	1,921,087.63	1,869,010.64	1,831,539.52	1,850,670.90
短期债务	54,581.96	220,658.85	51,715.00	58,247.00
长期债务	716,520.45	485,361.00	650,283.56	643,340.37
总债务（短期债务+长期债务）	771,102.40	706,019.85	701,998.56	701,587.37
总负债	997,263.63	914,514.38	849,937.71	846,541.44
所有者权益（含少数股东权益）	917,622.44	954,496.27	981,601.81	1,004,129.47
营业总收入	262,511.81	263,602.77	257,775.50	60,719.75
三费前利润	166,587.03	168,371.43	154,822.74	41,310.74
投资收益	-9,575.77	-10,280.80	-11,158.64	-1,146.76
净利润	72,085.52	79,093.82	73,019.55	22,527.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	206,369.19	213,689.17	198,728.76	-
经营活动产生现金净流量	182,637.75	182,875.79	229,989.49	19,338.41
投资活动产生现金净流量	-49,847.20	-23,271.35	-126,629.07	-27,846.00
筹资活动产生现金净流量	-161,215.96	-152,003.24	-76,263.97	-6,466.89
现金及现金等价物净增加额	-28,425.41	7,601.20	27,096.45	-14,974.49
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	66.94	67.29	63.44	71.41
所有者权益收益率（%）	7.86	8.29	7.44	8.97*
EBITDA/营业总收入（%）	78.61	81.06	77.09	63.79
速动比率（X）	0.39	0.35	0.68	0.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.26	0.33	0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	3.35	0.83	4.45	1.33*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.78	4.14	5.98	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.27	4.84	5.16	-
总债务/EBITDA（X）	3.74	3.30	3.53	-
资产负债率（%）	52.08	48.93	46.41	45.74
总资本化比率（%）	45.66	42.52	41.70	41.13
长期资本化比率（%）	43.85	33.71	39.85	39.05

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、带“\*”财务指标已经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)



## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。