

福建发展高速公路股份有限公司 2020 年 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

盛蕾

项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn

王璇

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 10 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]2413D 号

福建发展高速公路股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“福建发展高速公路股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月十日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
福建发展高速公路股份有限公司	不超过 12 亿元 (含 12 亿元)	品种一为 2 年期; 品种二为 5 年期, 附第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权	每年付息一次, 到期一次还本	拟全部用于偿还公司债务

评级观点: 中诚信国际评定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”) 主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 评定“福建发展高速公路股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期)” 的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了福建省经济持续增长为公司发展提供了良好外部环境, 通行费收入持续增长、路产盈利能力高, 资本结构稳健、融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到参股公司持续亏损以及新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

福建高速 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	176.35	172.99	171.72	170.58
所有者权益合计 (亿元)	105.48	110.63	117.35	116.82
总负债 (亿元)	70.87	62.36	54.38	53.76
总债务 (亿元)	54.79	45.17	38.39	38.58
营业总收入 (亿元)	24.74	26.63	29.04	2.22
经营性业务利润 (亿元)	11.76	13.38	15.42	-0.21
净利润 (亿元)	8.63	9.58	10.81	-0.32
EBITDA (亿元)	20.11	21.68	23.40	--
经营活动净现金流 (亿元)	17.59	19.12	17.90	-1.38
收现比(X)	1.02	0.99	0.93	0.09
营业毛利率(%)	60.59	61.17	62.69	13.80
应收类款项/总资产(%)	2.36	2.87	4.84	6.11
资产负债率(%)	40.19	36.05	31.67	31.51
总资本化比率(%)	34.19	28.99	24.65	24.83
总债务/EBITDA(X)	2.73	2.08	1.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.89	9.66	11.73	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度整理, 公司各期财务报表均按新会计准则编制, 各期财务数据均为当年财务报表期末数。

正面

- **福建省经济持续增长为公司发展提供了良好外部环境。** 2019 年福建省实现 GDP42,395.00 亿元, 同比增长 7.6%, 经济平稳发展, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- **通行费收入持续增长, 路产盈利能力高。** 公司控股路产为沈

海高速福建段的重要组成部分, 沈海高速贯穿了福建省经济活跃地区, 区位优势明显, 公司路产质量较好, 通行费收入和盈利水平持续增长。

■ **资本结构稳健, 融资渠道通畅。** 公司资产以路产为主, 资产质量高, 近三年公司总债务规模及财务杠杆比率持续下降, 资本结构稳健。同时, 公司作为上市公司, 融资渠道通畅。

关注

■ **参股公司持续亏损。** 公司参股的南平浦南高速公路有限责任公司 (以下简称“浦南公司”) 和海峡金桥财产保险股份有限公司 (以下简称“海峡财险公司”) 处于亏损状态, 对公司业绩形成一定影响。

■ **新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力。** 受新冠肺炎疫情影响, 收费公路自 2020 年 2 月 17 日起免收全部车辆通行费, 并自 2020 年 5 月 6 日零时起恢复收费, 免收通行费政策及疫情期间延迟复工等对公司短期盈利能力产生了一定不利影响。

评级展望

中诚信国际认为, 福建发展高速公路股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。** 公司定位提升, 收费公路运营规模或通行费收入大幅增长等。
- **可能触发评级下调因素。** 公司定位下降, 收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复; 财务指标出现明显恶化, 再融资环境恶化等。

同行业比较

2019 年部分收费公路上市企业主要指标对比表

公司名称	路产规模 (公里)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	通行费收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
福建发展高速公路股份有限公司	282.10	171.72	31.67	27.46	62.69	10.81
东莞发展控股股份有限公司	55.66	118.01	37.27	13.09	66.51	10.75
安徽皖通高速公路股份有限公司	557.00	159.20	27.33	27.52	56.81	10.59

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

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”）经福建省人民政府闽政体[1999]14号文批复同意，于1999年由福建省高速公路集团有限公司（原名为福建省高速公路有限责任公司，以下简称“福建省高速集团”）联合福建省汽车运输总公司、福建省公路物资公司、福建福通对外经济合作公司和福建省畅达交通经济技术开发公司等四家单位共同发起设立。公司于2001年1月向社会公开发行人民币普通股20,000万股并在上海证券交易所上市。截至2020年3月末，福建省高速集团持有公司36.16%的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为福建省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司主要从事高速公路投资开发、建设及经营管理以及公路养护等业务。目前公司控股路段为福泉高速、泉厦高速和罗宁高速。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
福建省福泉高速公路有限公司	福泉公司
福建罗宁高速公路有限公司	罗宁公司
福建泉厦高速公路管理有限公司	泉厦管理公司
福建省福厦高速公路文化传媒有限公司	福厦传媒公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模不超过人民币12亿元（含12亿元），本期债券分为两个品种，品种一期限为2年期；品种二为5年期，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，票面利率在存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，

政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击

下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

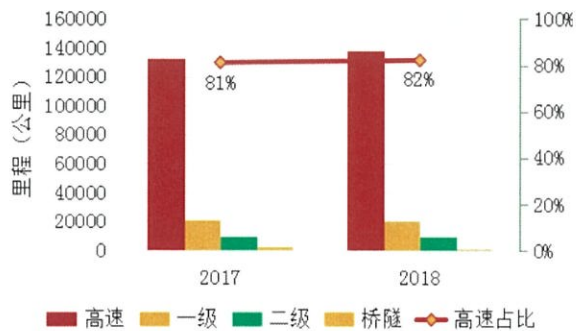
行业及区域经济环境

近年来我国收费公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2018年末，全国收费公路里程16.81万公里，占公路总里程484.65万公里的3.5%。按技术等级划分，高速公路13.79万公里，一级公路1.96万公里，二级公路0.97万公里，独立桥梁及隧道951公里，占比分别为82.0%、11.7%、5.7%和0.6%。按属性划分，政府还贷公路里程9.33万公里，占全国收费公路里程的55.5%；经营性公路里程7.48万公里，占全国收费公路里程的44.5%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路7.26万公里，经营性高速公路6.53万公里。

图 1：2017 年~2018 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2018 年全国收费公路统计公报

截至 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。公路养护里程 495.31 万公里，占公路总里程 98.8%。全国四级及以上等级公路里程 469.87 万公里，比上年增加 23.29 万公里，占公路总里程 93.7%，提高 1.6 个百分点。二级及以上等级公路里程 67.20 万公里，增加 2.42 万公里，占公路总里程 13.4%，占比与上年基本持平。高速公路里程 14.96 万公里，增加 0.70 万公里；高速公路车道里程 66.94 万公里，增加 3.61 万公里。国家高速公路里程 10.86 万公里，增加 0.31 万公里。

图 2：2015 年~2019 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2019 年交通运输行业发展统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2019 年承担了国内约 73.0% 的货物运输量和约 73.9% 的旅客运输量。周转量方面，2019 年我国公路货物运输周转量为 59,636.4 亿吨公里；旅客运输周转量为 8,857.1 亿人公里，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击。2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

表 2：2019 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,074.7	4.4	43.2	7.2	14,706.6	4.0	36.6	8.4
公路	59,636.4	--	343.5	--	8,857.1	-4.6	130.1	-4.8
水路	103,963.0	5.0	74.7	6.3	80.2	0.8	2.7	-2.6
民航	263.2	0.3	0.08	2.0	10,705.1	9.3	6.6	7.9
管道	5,352.2	1.0	9.1	1.8	--	--	--	--
运输总量	199,289.5	--	470.6	--	35,349.1	3.3	176.0	-1.9

资料来源：2019 年国民经济和社会发展统计公报

2013 年 6 月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030 年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善

国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至 2019 年末高速公路总里程已达 14.96 万公

里，路网效应进一步加强。2018年6月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018-2020）年》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到2020年，“高速公路总里程将达到15万公里，基本覆盖城镇人口在20万及以上城市及地级行政中心”。

中诚信国际认为，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据2009年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27号），公路项目资本金比例由35%下降至25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增

加。2015年9月14日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51号），将公路项目资本金比例由25%进一步降至20%。

2019年，全国完成公路建设投资2.19万亿元，比上年增长2.6%。其中，高速公路建设完成投资11,504亿元，增长15.4%；普通国道建设完成投资4,924亿元，下降10.3%；农村公路建设完成投资4,663亿元，下降6.5%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至2018年末，全国收费公路累计建设投资总额88,823.5亿元，比上年末净增6,479.5亿元，增长7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资44,870.5亿元，经营性公路累计建设投资43,953.0亿元。

截至2018年末，全国收费公路债务余额56,913.6亿元。按技术等级分，高速公路53,666.2亿元，一级公路2,030.5亿元，二级公路113.4亿元，独立桥梁及隧道1,103.5亿元，占比分别为94.3%、3.6%、0.2%和1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路30,536.1亿元，经营性公路26,377.5亿元。2018年，全国收费公路通行费收入为5,552.4亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为3,645.3亿元，除支付当年2,647.9亿元利息外，还可还本997.4亿元。

表3：2018年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金(1)	债务性资金(2)	投资总额(3)	债务余额
政府还贷公路	12,922.5	31,948.0	44,870.5	30,536.1
经营性公路	14,122.2	29,830.8	43,953.0	26,377.5
合计	27,044.7	61,778.8	88,823.5	56,913.6

注：(1)+(2)=(3)

资料来源：《2018年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一

般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 4：2019 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标
(亿元、%)

省级高速公路集团	营业总收入	营业毛利率	总资产	资产负债率
江苏交通	511.16	37.55	5,373.50	59.17
陕西交建	125.16	66.29	3,033.14	70.91
陕西高速	120.41	63.50	2,197.38	68.02
首发集团	130.37	27.60	2,136.11	57.19
安徽交通	353.39	34.68	2,524.93	64.33
重庆高速	136.87	34.09	1,871.88	68.85
上市公司	营业总收入	营业毛利率	总资产	资产负债率
宁沪高速	100.78	54.59	556.25	41.24
山东高速股份	74.45	53.03	803.60	57.21
赣粤高速	50.39	35.80	350.02	51.25
深高速	61.86	43.43	449.24	53.87
四川成渝	64.08	38.94	377.20	57.18
中原高速	63.86	55.23	432.96	75.00
福建高速股份	29.04	62.69	171.72	31.67
皖通高速	29.46	56.81	159.20	27.33

注：陕西交建和陕西高速对高速公路不计提折旧，营业毛利率高。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016 年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通

交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模和本方面都有一定积极作用。

中诚信国际认为，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为

防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

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。

表 5：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	--	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。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路PPP项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在2015年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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。

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主干线上设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公

路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019年底以前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

中诚信国际认为，《条例》修订稿和修订草案的公布，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，大幅提升了收费公路设置门槛，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。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

福建省经济概况

福建省位于中国东南沿海，东北与浙江省毗邻，西北与江西省接界，西南与广东省相连，东南隔台湾海峡与台湾省相望，陆地总面积12.14万平方公里。福建地跨闽江、晋江、九龙江、汀江四大水系，区位优势明显。依托良好的区位优势，近年来福建

省综合经济实力稳定增长，2017年~2019年，福建省分别实现地区生产总值32,182.09亿元、35,804.04亿元和42,395.00亿元，增速分别为8.1%、8.3%和7.6%。2019年，福建省第一产业增加值2,596.23亿元，增长3.5%；第二产业增加值20,581.74亿元，增长8.3%；第三产业增加值19,217.03亿元，增长7.3%。全年人均地区生产总值107,139元，比上年增长6.7%。2017年~2019年，福建省固定资产投资增速分别为13.5%、12.1%和6.0%。

表 6：2017年~2019年福建省 GDP 与固定资产投资情况

	2017	2018	2019
GDP (亿元)	32,182.09	35,804.04	42,395.00
固定资产投资 (亿元)	26,226.60	--	--
GDP 增速(%)	8.1	8.3	7.6
固定资产投资增速(%)	13.5	12.1	6.0

注：2018年~2019年福建省未披露固定资产投资金额

资料来源：福建省统计公报

2019年，福建省公路通车里程109,785.16公里，比上年增长0.8%。其中，海西高速公路网通车里程5,535.32公里，增长3.6%。铁路营业里程3,509.5公里，与上年持平。2019年福建省货运量133,692.85万吨；货物周转量8,296.63亿吨公里。2019年末福建省汽车保有量681.28万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长9.2%，其中，私人汽车保有量591.4万辆，增长8.5%；轿车保有量415.12万辆，增长9.0%，其中私人轿车保有量379.61万辆，增长8.2%。

区域路网规划方面，2017年2月，福建省交通运输厅、福建省发展和改革委员会印发《福建省高速公路网规划》(2016~2030年)(以下简称“规划”)，根据规划，福建省高速公路网格局为“六纵十横”，总规模6,984公里。按行政等级分，国家高速公路4,138公里，省级高速公路2,846公里。此外，2017年11月22日，福建省发展和改革委员会下发《关于印发实施福建省中长期铁路网规划的通知》，建议规划5条高速铁路、4条快速铁路、1条普速铁路、4条港口后方铁路通道，中长期内形成“三纵六横”的铁路网格局。中长期铁路网实施后，福建省

铁路营业里程将达到6,828公里，路网密度将由2.7公里/百平方公里提高至5.6公里/百平方公里。由于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，或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。

中诚信国际认为，近年来福建省路网规模的扩大及汽车保有量的增长为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇，但铁路规模的扩大及平行路产产生的分流预计将会对高速公路造成一定影响。

业务运营

公司主要从事高速公路开发、建设及经营管理以及公路养护等业务，此外，公司还经营高速公路广告、ETC闽通卡、清障和经营开发等高速公路配套业务，同时还拓展了金融板块投资业务。近三年公司通行费业务收入规模持续增长。2020年一季度，受新冠肺炎疫情期间暂免收通行费影响，公司实现营业总收入2.22亿元，较去年同期下降明显。

表 7：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
通行费业务	24.42	26.20	27.46
其他业务	0.32	0.43	1.58
合计	24.74	26.63	29.04
占比	2017	2018	2019
通行费业务	98.71%	98.39%	94.56%
其他业务	1.29%	1.61%	5.44%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务板块包括高速公路广告、ETC闽通卡、清障及经营开发等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产区位优势明显，通行费收入和盈利水平持续提升，但新冠肺炎疫情下的政策变动对公司经营状况和盈利能力的影响值得关注

截至2019年末，公司控股的路产为福泉高速、泉厦高速和罗宁高速，收费里程合计282.10公里，权益里程220.37公里。截至2019年末，福建省高速公路通车里程5,535公里，2019年新增191公里，同比增长3.60%，公司控股路产收费里程占福建省已通车高速公路里程的5.10%。

表 8：截至 2019 年末公司控股路产情况（公里）

运营路段	权益比例	收费里程	权益里程	收费期限	车道数量	剩余收费年限
福泉高速	63.06%	167.10	105.37	2011.1~2036.1	8 车道	16 年
泉厦高速	100%	81.89	81.89	2010.9~2035.9	8 车道	15 年
罗宁高速	100%	33.11	33.11	2008.1~2028.3	4 车道	8 年
小计	-	282.10	220.37	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司控股路产为国家高速公路主干道沈海线的组成部分，其中福泉高速北起福州长乐市营前，与罗长高速公路相接，南至泉州市西福，与泉厦高速公路相连；泉厦高速起于泉州市西福，止于厦门市官林头；罗宁高速起于宁德市城关的塔山，止于罗源县的上楼，南连罗长高速，北接福鼎至宁德高速公路。公司控股路产与福建省高速集团下辖的罗长高速构成贯通路线，为沈海高速福建段的重要组成部分，沈海高速贯穿了福建省经济活跃地区，区位优势明显，公司路产质量较好。2019 年，公司路产平均通行费收入为 973.41 万元/公里，福建省高

速公路平均通行费收入约为 300 余万元/公里，公司路产通行费收入远高于全省平均水平，盈利能力较高。

分流方面，随着福建省内铁路路网密度加大、福建省内高速公路网的持续完善以及长途运输结构调整，公司路产面临一定的分流压力。

车流量方面，2019 年泉厦高速货车车流量有小幅下降，其他路产客车及货车车流量均持续增长，带动通行费收入增长。

表 9：2017 年~2019 年公司控股路产经营情况（亿元、辆）

路段名称	2017		2018		2019	
	通行费分配收入	日均车流量	通行费分配收入	日均车流量	通行费分配收入	日均车流量
福泉高速	13.74	客车：21,950 货车：16,794	14.57	客车：24,074 货车：17,428	15.14	客车：25,731 货车：17,753
泉厦高速	9.80	客车：36,701 货车：21,532	10.64	客车：40,886 货车：22,920	10.89	客车：43,435 货车：22,606
罗宁高速	0.87	客车：7,691 货车：3,768	0.99	客车：8,494 货车：4,661	1.43	客车：11,604 货车：7,804

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2017 年~2019 年公司养护支出分别为 1.87 亿元、1.71 亿元和 1.02 亿元；2017 年公司开展福泉高速、罗宁高速路面大中修，2018 年公司开展福泉高速、泉厦高速路面大中修，故 2017 年、2018 年公司养护支出较高。

在建项目方面，目前公司主要在建项目为福泉高速公路提升改造工程（一期）和泉厦高速公路提升改造工程（一期），合计总投资规模为 4.33 亿元，截至 2019 年末已投资 1.06 亿元，尚需投资 3.27 亿元，投资压力较小。

中诚信国际关注到，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020 年春运期间，全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；此外，根据交通运输部下达的通知，自 2020 年 2 月 17 日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，自 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。免收费政策对公司通行费业务收入规模短期内产生了一定不利影响，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后通行费业务的经营状况和盈利能力。

参股路产受路线规划、分流影响持续亏损

截至 2019 年末，公司持有浦南公司 29.78% 的股权，浦南公司主要负责浦南高速的经营及养护等业务。截至 2019 年末，浦南高速总资产及净资产分别为 116.83 亿元和 10.48 亿元，2019 年浦南公司实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 10.31%，净利润-2.14 亿元。

浦南高速为连接安徽、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。受路线规划（绕道武夷山）以及赣粤高速分流影响，浦南高速通行费收入较低，加之财务费用和运营成本较高，浦南高速持续亏损。

表 10：截至 2019 年末公司参股路产情况（公里）

运营路段	权益比例	收费里程	收费期限 起止	车道 数量	剩余收 费年限
浦南高速	29.78%	245	2008.12-2 033.12	4 车道	13 年

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

海峡财险公司业务起步较晚，处于暂亏状态，其后业务开展及盈利情况值得关注

金融业务方面，公司投资厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”），截至 2019 年末，公司持有其股份为 2.66 亿股，持股比例 3.17%，2019 年公司确认股利收入 0.47 亿元。

此外，2016 年公司出资 2.70 亿元参与海峡财险公司的发起设立，持股比例为 18%，为其第二大股东。福建省投资开发集团有限责任公司持有海峡财险公司 20% 的股份，为其第一大股东。2016 年 8 月，海峡财险公司正式获得中国保监会批复设立并正式开始营业，主营业务为机动车保险、企业家庭财产保险及工程保险、责任保险、船舶货运保险、短期健康意外伤害保险等业务。截至 2019 年末，海峡财险公司总资产 20.59 亿元，净资产 11.65 亿元，2019 年实现营业收入 4.97 亿元，净利润-0.90 亿元。因业务起步较晚，海峡财险公司目前处于业务拓展阶段，短期内经营亏损，对公司经营业绩无提升作用，其后续业务开展及盈利情况值得关注。

战略规划及管理

根据“一主两翼”战略，做大做强主业，加大对外投资

公司确定“一主两翼”的总体发展战略，在做大做强高速公路运营主业基础上，转变思路，加大对外投资力度。近年来，针对新形势、新问题、新常态，公司结合自身实际情况和资源禀赋，着眼于公司可持续高质量发展需要，提出以“主业提升，投资驱动”为主旨的公司新时期发展战略。通过主动作为，稳步推进公司主业稳健发展、有效提升，同时加大对外投资力度，优化投资布局。在此背景下，公司开展业务发展战略研究，积极推动主业和高速公路衍生经济持续协调融合发展，为公司下一阶段的总体发展规划新的路径。

法人治理结构完善，管理体系较为健全

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会，对股东大会负责，董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。具体部门设置方面，公司设有办公室、财务部、证券投资部、人事党群部、监察审计部等职能部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置适应当前的经营发展需要。

管理制度方面，公司建立了一整套较为完善的内部控制体系和管理制度，包括《内部审计制度》、《财务会计相关负责人管理制度》、《关联交易管理制度》、《信息披露事务管理制度》等管控流程，管理体系较为健全。

财务分析

以下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 2017 年、2018 年审计报告以及经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季报，各期财务数据均为财务报表期末数。公司各期财务

报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

公司运营稳定，参股浦南公司及海峡财险公司持续亏损，新冠肺炎疫情影响公司短期盈利能力

营业毛利率方面，公司通行费业务成本主要由道路资产折旧及养护成本构成，其中公司路产按照工作量法（即车流量法）计提折旧，近年来公司整体运营情况较好，2019年养护成本下降幅度较大，通行费业务毛利率及营业毛利率上升。整体来看，公司毛利率处于较高水平。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业毛利率仅为13.80%。

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
通行费业务	61.19	61.44	64.04
其他业务	15.47	44.48	39.12
营业毛利率	60.59	61.17	62.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近三年，公司期间费用随着财务费用逐年下降而下降，公司期间费用管控能力持续增强。受益于公司营业毛利率上升及期间费用下降，公司经营业务利润亦稳定增长。但同时中诚信国际也关注到公司参股浦南公司及海峡财险公司持续亏损，投资收益持续为负。此外，2019年受非流动资产处置损失影响，营业外损益由正转负，但总体来看公司盈利能力较强。2020年一季度，受新冠肺炎疫情期间暂免收通行费影响，公司营业总收入大幅下降，期间费用率增长，公司小幅亏损。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	3.14	2.84	2.66	0.52
期间费用率(%)	12.68	10.66	9.16	23.47
经营性业务利润	11.76	13.38	15.42	-0.21
投资收益	-0.17	-0.41	-0.31	-0.16
营业外损益	0.01	0.07	-0.55	-0.002
利润总额	11.65	13.01	14.58	-0.37
EBITDA 利润率(%)	81.26	81.42	80.57	--
总资产收益率(%)	7.98	8.73	9.62	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产以路产及对外投资为主，资产质量高；负债规模及财务杠杆比率持续下降；2019年短期债务占比上升但整体资本结构稳健，债务压力较小

资产方面，公司主要资产由货币资金、应收账款、固定资产以及可供出售金融资产构成，公司经营稳定，近三年货币资金保有量持续增长；应收账款主要为应收福建省高速公路资金结算管理委员会的通行费。固定资产主要为公司控股路产，近三年随着路产折旧而下降。其他权益工具投资为对厦门国际银行的投资。截至2020年3月末，公司应收账款规模小幅增长主要是受通行费清分周期影响所致。

负债方面，公司负债主要由一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成。近三年公司总负债规模持续下降。

所有者权益方面，近年公司股本均为27.44亿元，公司所有者权益增长主要来自利润积累。截至2020年3月末，受新冠肺炎疫情影响，公司小幅亏损导致当期末所有者权益有所下降。

有息债务方面，公司总债务规模及财务杠杆比率持续下降，2019年受部分债务即将于一年内到期影响，短期债务占比大幅上升，但总体来看，公司资本结构稳健，债务压力较小。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	176.35	172.99	171.72	170.58
货币资金	7.42	9.93	11.34	9.66
应收账款	3.92	4.70	7.61	9.69
固定资产	150.28	143.62	137.16	135.84
其他权益工具投资	9.98	9.98	10.00	9.72
总负债	70.87	62.36	54.38	53.76
一年内到期的非流动负债	25.24	4.20	22.31	22.75
长期借款	29.55	23.55	16.08	15.83
应付债券	0.00	17.42	0.00	0.00
所有者权益合计	105.48	110.63	117.35	116.82
股本	27.44	27.44	27.44	27.44
未分配利润	33.53	36.97	40.77	40.42
总债务	54.79	45.17	38.39	38.58
短期债务/总债务	0.46	0.09	0.58	0.59
资产负债率(%)	40.19	36.05	31.67	31.51

总资本化比率(%)	34.19	28.99	24.65	24.83
-----------	-------	-------	-------	-------

注：根据新金融工具准则，公司对厦门国际银行的投资 2019 年由可供出售金融资产调整至其他权益工具投资

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司收现情况良好，经营活动现金流充沛；近年公司无重大投资支出，筹资活动以偿债为主；偿债能力持续增强

公司收现情况良好，经营活动净现金流充沛。近三年公司无重大投资支出，充沛的经营活动净现金流保障了债务偿还，筹资活动以偿债为主。随着债务规模持续下降，公司偿债能力持续增强。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司经营活动净现金流为小规模净流出状态，相关偿债指标短期内受到一定影响。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	17.59	19.12	17.90	-1.38
投资活动净现金流	-1.65	-1.21	-2.13	-0.05
筹资活动净现金流	-15.21	-15.41	-14.36	-0.25
经营活动净现金流/总债务	0.32	0.42	0.47	--
经营活动净现金流/利息支出	6.90	8.52	8.98	-3.11
总债务/EBITDA	2.73	2.08	1.64	--
EBITDA 利息覆盖系数	7.89	9.66	11.73	--
FFO/总债务	0.32	0.42	0.54	--
FFO 利息倍数	6.90	8.45	10.43	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性较好，融资渠道通畅，无对外担保，历史履约情况良好

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 94.60 亿元，其中未使用授信额度 27.85 亿元，备用流动性较好。此外，公司作为上市公司，融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保及其他重大诉讼和仲裁事项。

截至 2020 年 3 月末，公司短期债务为 22.75 亿元，因公司发行的“15 闽高速”将于 2020 年 8 月到期，2020 年公司到期债务规模相对较大，但考虑到公司账面货币资金较为充沛，且作为上市公司融

资渠道通畅，短期偿债压力尚可。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，罗宁高速、泉厦高速及福泉高速的收费权已部分质押，除质押的公路收费权外，公司无所有权或使用权受到限制的资产。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 7 月 3 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

福建省经济持续增长，公司股东在福建省内高速公路领域具有垄断地位

福建省位于中国东南沿海，区位优势明显，近年福建省经济持续增长，给公司发展提供了良好的外部环境。公司股东福建省高速集团成立于 1997 年 8 月，是福建省全省高速公路的投融资、建设和运营主体，在福建省内高速公路领域具有垄断地位，并获得了福建省政府在配套土地使用权、财政贴息和政府补助方面的大力支持。公司作为福建省高速集团体系内唯一的上市公司，资产质量高，盈利能力好。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定福建发展高速公路股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“福建发展高速公路股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于福建发展高速公路股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

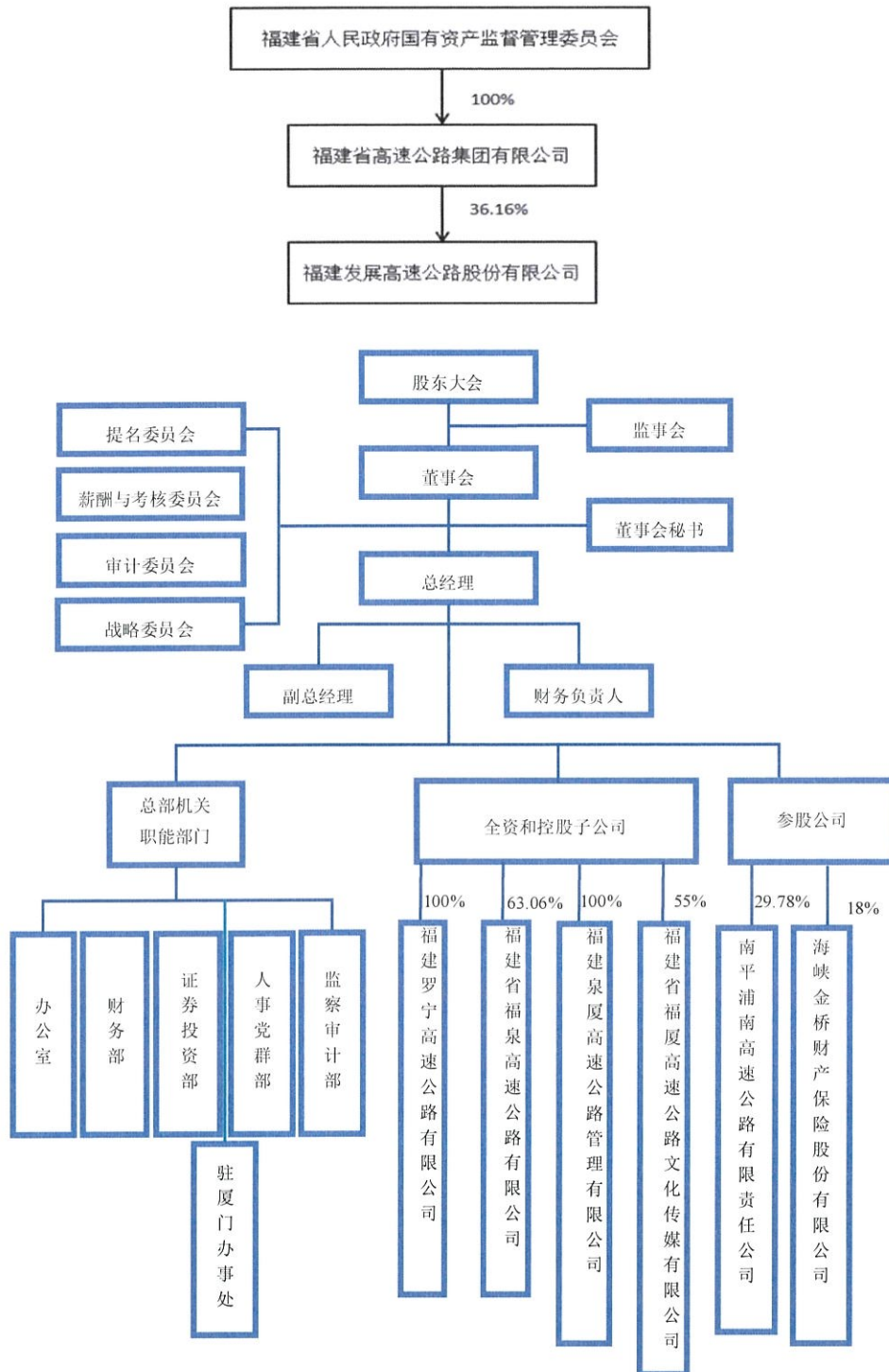
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年07月10日

附一：福建发展高速公路股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：福建发展高速公路股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	74,210.21	99,295.68	113,371.34	96,566.88
应收账款	39,190.93	46,951.90	76,137.29	96,878.35
其他应收款	2,441.32	2,615.56	7,040.62	7,419.96
存货	961.14	1,057.48	1,974.60	1,675.77
长期投资	138,377.01	129,667.82	122,153.50	117,825.73
在建工程	7.10	575.29	11,650.91	11,091.85
无形资产	0.77	0.68	0.59	0.56
总资产	1,763,518.96	1,729,892.17	1,717,245.05	1,705,793.20
其他应付款	12,141.06	20,339.92	9,277.61	8,794.58
短期债务	252,359.88	42,019.00	223,115.38	227,543.53
长期债务	295,530.00	409,686.40	160,801.00	158,301.00
总债务	547,889.88	451,705.40	383,916.38	385,844.53
总负债	708,709.57	623,563.34	543,774.74	537,575.16
费用化利息支出	25,479.77	22,439.44	19,941.31	4,428.15
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	274,440.00	274,440.00	274,440.00	274,440.00
少数股东权益	185,691.39	197,081.10	222,395.40	222,682.78
所有者权益合计	1,054,809.38	1,106,328.84	1,173,470.30	1,168,218.04
营业总收入	247,426.67	266,267.30	290,413.64	22,153.70
经营性业务利润	117,583.88	133,814.71	154,208.35	-2,148.25
投资收益	-1,668.51	-4,102.82	-3,110.88	-1,557.17
净利润	86,329.79	95,822.96	108,072.02	-3,186.56
EBIT	142,007.49	152,541.86	165,750.61	724.21
EBITDA	201,052.54	216,806.66	233,994.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金	252,303.76	262,913.19	268,746.09	2,003.12
收到其他与经营活动有关的现金	3,551.27	4,016.03	3,090.00	219.04
购买商品、接受劳务支付的现金	21,813.59	17,928.47	23,045.05	1,652.28
支付其他与经营活动有关的现金	2,269.97	2,463.32	2,586.53	959.69
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	24,321.75	16,412.57	21,392.01	529.23
经营活动产生现金净流量	175,884.37	191,218.79	179,017.91	-13,765.83
投资活动产生现金净流量	-16,532.26	-12,080.83	-21,327.91	-513.62
筹资活动产生现金净流量	-152,069.67	-154,052.49	-143,614.35	-2,525.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	60.59	61.17	62.69	13.80
期间费用率(%)	12.68	10.66	9.16	23.47
应收类款项/总资产(%)	2.36	2.87	4.84	6.11
收现比(X)	1.02	0.99	0.93	0.09
总资产收益率(%)	7.98	8.73	9.62	--
资产负债率(%)	40.19	36.05	31.67	31.51
总资本化比率(%)	34.19	28.99	24.65	24.83
短期债务/总债务(X)	0.46	0.09	0.58	0.59
FFO/总债务(X)	0.32	0.42	0.54	--
FFO 利息倍数(X)	6.90	8.45	10.43	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.90	8.52	8.98	-3.11
总债务/EBITDA(X)	2.73	2.08	1.64	--
EBITDA/短期债务(X)	0.80	5.16	1.05	--
货币资金/短期债务(X)	0.29	2.36	0.51	0.42
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.89	9.66	11.73	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年财务报表期末数。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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。
A	受评对象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。
BBB	受评对象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。
BB	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

此件与原件一致，用于福建发展高速公路股份有限公司2020年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告使用，再次复印无效。



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：闫衍
注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)
2020年2月13日



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
类型 有限责任公司(中外合资)
住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币3266.67万元
成立日期 1999年08月24日
营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



在线扫码获取详细信息

此件与原件一致, 仅限福建发展高速公路股份有限公司2020年公开发行公司债券(第二期)使用, 再次复印无效



登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王璇, 证件号码:13062519910208164X, 于2011年11月26日参加证券发行与承销考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2011111100490602



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王璇, 证件号码:13062519910208164X, 于2011年06月12日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2011061100427203

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王璇, 证件号码:13062519910208164X, 于2011年06月11日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王璇, 证件号码:13062519910208164X, 于2011年09月24日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2011091100331804

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



王璇，证件号码:13062519910208164X，于2011年09月24日参加证券投资基金考
试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2011091100331905

2011年09月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛莹，证件号码:110101198911150020，于2012年12月02日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012121100023501



2012年12月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛莹，证件号码:110101198911150020，于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201912110000114384740110

000



2019年12月