



信用等级通知书

信评委函字[2011] 055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拟发行的“福建发展高速公路股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。



福建发展高速公路股份有限公司 2011 年公司债券信用评级报告

债券信用等级 AA⁺

主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

发行主体 福建发展高速公路股份有限公司

发行规模 不超过人民币15亿元（含15亿元）

债券期限 5年，附第3年末发行人赎回选择权、上调票面利率和投资者回售选择权

债券利率 由发行人和主承销商按照发行时市场询价结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变

概况数据

福建高速	2008	2009	2010	2011.Q3
所有者权益（亿元）	50.75	79.35	84.68	86.34
总资产（亿元）	94.33	120.13	175.02	201.47
总债务（亿元）	40.41	37.47	72.32	81.76
营业总收入（亿元）	21.62	20.06	19.35	17.03
营业毛利率（%）	76.77	74.85	72.73	71.82
EBITDA（亿元）	17.97	15.73	13.97	14.14
所有者权益收益率（%）	20.34	11.10	8.45	7.95
资产负债率（%）	46.20	33.95	51.62	57.15
总债务/EBITDA（X）	2.25	2.38	5.18	4.34
EBITDA 利息倍数（X）	7.97	6.65	5.68	4.05

注：福建高速 2011 年前三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“2011 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”）公司债券”的信用级别为 AA⁺，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予福建高速主体信用级别为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了福建高速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。中诚信证评肯定了公司良好的外部经营环境、较好的路产质量、显著的区位优势、扩建项目车流量放大效应逐渐显现等方面的优势。同时，中诚信证评关注到公司路产外部分流效应依然存在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。

正 面

- 外部经营环境良好。宏观经济的复苏及区域经济的快速增长为公司公路业务的发展形成了良好的外部环境。近年来福建省经济快速发展，汽车保有量逐年提升，同时福建省海西经济区发展战略的推进将带动区域内产业经济的向好发展，未来基于产业联动的贸易往来将趋于密切，上述因素均有利于区域内公路行业需求的有效提升。
- 路产质量较好，区位优势显著。公司控股路产福泉高速、泉厦高速和罗宁高速是沿海大通道沈（阳）海（口）高速福建段的重要组成部分，沈海高速福建段贯穿福建省经济最为发达和活跃的地区。同时，上述路产北接长江三角洲，南连珠江三角洲，西通中部地区，东部对接台湾地区，区位优势十分明显。
- 扩建项目车流量放大效应逐渐显现。随着福泉高速、泉厦高速扩建工程的完工，2011 年上述路段的车流量同比增幅明显，同时有效带动了处于同一连接线的罗宁高速车流量的提升，扩建项目的车流量增长效应逐渐显现。

分 析 师

刘 固 gliu@ccxr.com.cn

魏 巍 wwei@ccxr.com.cn

王 维 wwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2011 年 11 月 18 日



关 注

- 分流效应依然存在。福厦高铁于 2010 年 4 月建成通车，对公司福泉、泉厦高速的部分客车流量形成一定的分流影响。
- 公路收费年限和收费标准面临一定的政策性风险。公司运营路产收费年限和收费标准的确定和调整由政府决定，公司基本没有自主权，存在一定的政策性风险。

发债主体概况

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”）成立于1999年6月，系经福建省人民政府闽政体[1999]14号文批复同意，由福建省高速公路有限责任公司（以下简称“省公路公司”）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。2001年1月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2000]190号文核准，公司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。2009年12月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2009]666号文核准，公司公开增发人民币普通股35,000万股。截至2011年9月底，公司总股本为274,440万股，控股股东福建省高速公路有限责任公司持股比例为36.16%，公司实际控制人为福建省国有资产监督管理委员会（见附录一）。

公司主要从事经营性高速公路的投资开发、建设和经营管理。公司目前控股路段为福泉高速、泉厦高速、罗宁高速，参股路段为浦南高速。

截至2010年底，公司总资产为175.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为84.68亿元，资产负债率及总资本化比率分别为51.62%和46.07%。2010年，公司实现营业收入19.35亿元，净利润7.16亿元，经营活动净现金流12.89亿元。

截至2011年9月底，公司总资产为201.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为86.34亿元，资产负债率及总资本化比率分别为57.15%和48.64%。2011年1~9月，公司实现营业收入17.03亿元，净利润5.14亿元，经营活动净现金流9.64亿元。

本次债券概况

表1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	福建发展高速公路股份有限公司2011年公司债券
发行总额	不超过人民币15亿元（含15亿元）
债券期限	5年期，附第3年末发行人赎回选择权、上调票面利率和投资者回售选择权。
债券利率	本次公司债券票面利率由发行人和保荐机构（主承销商）通过市场询价协商确定。
还本付息的期限和方式	按年付息、到期一次还本
发行人赎回选择权	发行人将于本次债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否行使赎回选择权的公告，若决定行使赎回权利，本次债券将被视为第3年全部到期。若不行使赎回，则本次债券将继续在第4年、第5年存续。
上调票面利率选择权	发行人有权决定是否在本次债券存续期的第3年末上调本次债券后2年的票面利率。若发行人未行使利率上调选择权，则本次债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。
投资者回售选择权	发行人发出关于是否上调本次债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本次债券第3个计息年度付息日将其持有的本次债券全部或部分按面值回售给发行人。
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后，拟将12亿元偿还银行借款，调整债务结构，剩余募集资金用于补充公司营运资金，改善公司资金状况。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

高速公路行业与国民经济的发展密切相关，客货运需求及民用汽车保有量的增长对高速公路的发展具有主导性作用。

2010年，我国经济在消费、投资和进出口等因素的综合带动下，保持了较高的增长速度，全年实现GDP 40.12万亿元，同比增长10.40%。得益于宏观经济的复苏，国内经济贸易活动逐步回暖，促进了我国高速公路客、货运运输总量的提升，2010年全国实现客运量306.3亿人、客运周转量14,913.9亿人公里，分别较上年增长10.18%、10.88%；全国实现货运量242.5亿吨、货运周转量43,005.4亿吨公里，较上年分别增长15.65%和18.20%。在我国交通运输体系中，由于公路能实现灵活性很强的点对点直达运输，加之我国公路运输网密度高于水

运、铁路等其他运输方式，公路运输的重要地位较为显著。2010 年我国公路运输客运量和货运量占全社会运量的比例分别为 93.38%、75.51%。

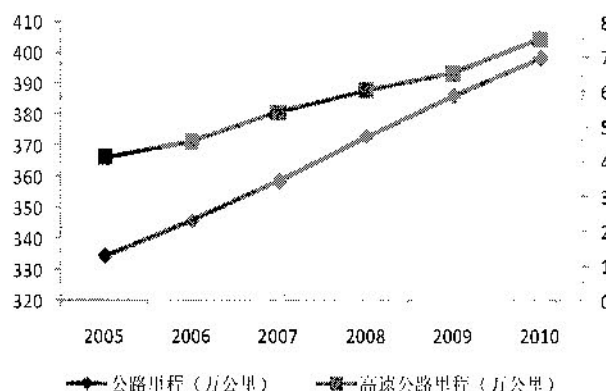
表2：2010年我国公路运输情况

	客运 (亿人)	旅客周转量 (亿人公里)	货运量 (亿吨)	货物周转量 (亿吨公里)
公路	306.3	14,913.9	242.5	43,005.4
全社会	328	27,779.2	320.3	137,329
公路运量占比 (%)	93.38	53.69	75.71	31.32

数据来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

我国汽车保有量的增长也促进了高速公路市场需求的提升。近年来，我国汽车工业得到了长足的发展，随着居民人均可支配收入的增加和消费结构的改善，汽车需求量逐年攀升。同时，在国家出台的包括汽车下乡、小排量购置税减征、新能源汽车试点和补贴、汽车以旧换新等在内的一系列汽车消费刺激计划的提振下，2010 年我国汽车产销量分别为 1,826.47 万辆和 1,806.19 万辆，同比分别增长 32.44% 和 32.37%，产销量均居世界第一。截至 2010 年 12 月末，我国民用汽车保有量达到 9,086 万辆，同比增长 19.3%，其中私人汽车保有量 6,539 万辆，增长 25.3%。民用轿车保有量 4,029 万辆，增长 28.4%，其中私人轿车 3,443 万辆，增长 32.2%。预计未来我国民用汽车拥有量仍将进一步增长，民用汽车拥有量的增长将对高速公路车流量增长形成较好的促进作用。

图1：全国公路和高速公路里程情况



数据来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

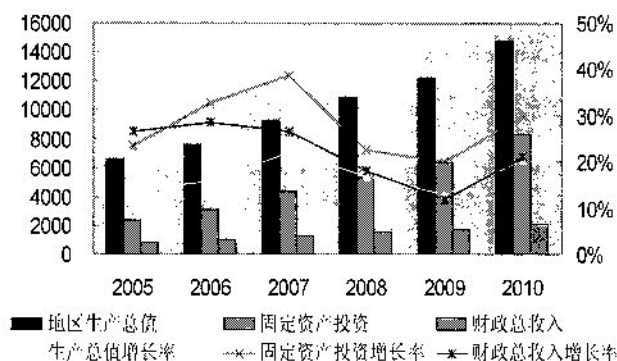
随着我国高速公路网的持续完善，公路客货运的平均运距不断延伸，在部分区段上，高速公路的快速运输与相对应距离的铁路运输比较，已经在综合成本方面具备一定的竞争优势，路网效应的增强

反过来也刺激了市场对高速公路的需求。截至 2010 年底，全国公路和高速公路通车里程分别达到 398.4 万公里、7.4 万公里，稳居世界第二，路网密度逐渐提升，路网间的协同效益日益增强。按照国务院公布的高速公路网发展规划，预计十二五末，我国将基本建成“7918 网”，高速公路通车总里程将有望达到 10 万公里，超越美国跃居世界第一。由于目前我国高速公路网络还未完善，道路使用率不高，未来路网效应的增强将会刺激高速公路的需求。整体来看，未来几年高速公路行业的市场需求尚有较大的成长空间。

区域经济

近年来福建省经济增长迅速，地区生产总值增速始终高于全国水平，“十一五”期间年均复合增长达 17.59%。2010 年，福建省实现地区生产总值 14,737.12 亿元，比上年增长 20.44%，其中，第一产业增加值 1,363.67 亿元，增长 15.30%；第二产业增加值 7,522.83 亿元，增长 25.27%；第三产业增加值 5,850.62 亿元，增长 15.89%。人均地区生产总值 40,025.00 元，比上年增长 19.70%。2010 年福建省实现财政总收入 2,056.01 亿元，比上年增长 21.33%，其中，地方级财政收入 1,151.49 亿元，增长 23.49%，财政支出 1,695.09 亿元，增长 20.06%。作为拉动福建省经济增长的重要因素，固定资产投资的增速一直维持在较高的增长水平，2010 年福建省固定资产投资达 8,273.42 亿元，较上年增长约 30.04%。

图2：2005-2010 年福建省经济发展主要指标



资料来源：《福建统计年鉴-2011》，中诚信证评整理

改革开放以来，珠江三角洲和长江三角洲地区借助自身区位优势和政策优势，承接国际产业转

移，成为国内发展速度最快、经济最发达的地区。以福建省为主体的海峡西岸经济区在两个区域之间，经济密度仅分别相当于长三角、珠三角的 15% 和 17%，相当于台湾省的 5%；人均生产总值相当于长、珠三角的 41% 和 27%，相当于台湾省的 10%。这些数据表明海峡西岸经济区蕴涵着巨大的经济增长潜力和发展空间，后发优势明显。2009 年 5 月 14 日，国务院通过了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》（以下简称《意见》），《意见》中明确：发挥闽浙赣、闽粤赣等跨省区域协作组织的作用，加强福建与浙江的温州、丽水、衢州，广东的汕头、梅州、潮州、揭阳，江西的上饶、鹰潭、抚州、赣州等地区的合作，建立更加紧密的区域合作机制。海峡西岸经济区东与台湾地区飞水相隔，北承长江三角洲，南接珠江三角洲，是我国沿海经济带的重要组成部分，在全国区域经济发展布局中处于重要位置，随着《意见》的逐步推进实施，作为海峡西岸经济区重要组成部分，未来福建省经济仍将保持较快的增长速度。

区域经济的快速增长和财政收入的稳步增加有效带动了福建省交通运输业的发展，2010 年福建省交通运输、仓储和邮政业实现增加值 871.16 亿元，比上年增长 15.94%。同时，受人均可支配收入提升和购买力增强等积极因素影响，福建省汽车保有量快速增长，截至 2010 年末，全省民用汽车保有量达到 199.65 万辆，同比增长 23.1%，增幅大于 2009 年的 21.1%，其中私人汽车保有量 154.15 万辆，增长 27.8%；民用轿车保有量 108.67 万辆，增长 27.2%，其中私人轿车保有量 94.02 万辆，增长 29.6%。预计福建省未来数年汽车保有量仍将保持高速增长，而汽车保有量的增长以及交通运输业的持续发展将进一步提升高速公路的通行车流量。

总的来看，福建省地处台湾海峡西岸，是承接长三角和珠三角经济发展区的通道，地理位置优越，近年来基础交通设施逐步完善，经济发展提速。未来随着海峡西岸经济区的建设推进，福建省经济仍将保持较高的发展速度，从而推动区域内高速公路行业的较快增长。

福建省高速公路行业规划

作为东南沿海的经济发达省份，福建省高速公路发展迅速。自 1997 年底泉厦高速公路通车运营，实现省内高速公路零的突破后，福建省的高速公路建设全面提速，相继建成了厦漳、福泉、罗宁、漳诏、漳龙（龙岩段）、罗长、福宁、京福（福建段）等高速公路，“十一五”末，基本建成“两纵三横”高速公路主骨架，约 87% 的县实现了 1 小时内上高速，约 79% 的县实现了半小时内上高速。截至 2010 年底，福建省高速公路通车总里程达到 2,404 公里。2010 年全省高速公路建设完成建设投资约 458 亿元，同比增加投资 154 亿元，增长 51%，新增高速公路通车里程 380 公里。高速公路进一步实现了路网贯通，加强了各大区域间的经济交流，承担了大量的客货运输，通道效应日趋显著。

为了充分发挥高速公路的基础支撑作用，福建省交通厅、福建省高速公路建设总指挥部会同福建省发改委于 2008 年 11 月发布了福建省《海峡西岸经济区高速公路网规划（修编）》（2008~2020 年）（以下简称“修编《规划》”）。根据修编《规划》，海西高速公路网连接邻省 11 个海峡西岸经济区城市，有 17 个高速公路出口通往相邻省份，其中 6 个通往长三角、4 个通往珠三角、7 个通往中西部地区，并有若干个出口通往台湾。到 2020 年，福建省高速公路网规划总里程达到 6,000 多公里，高速公路综合密度达到 5.0 公里/百平方公里，超过发达国家和沿海省份平均水平，届时将构筑起“三纵八横”高速公路主骨架，并建成福州、厦门、泉州三大中心城市环线，全省 33 条联络线基本建成，形成较完善的海峡西岸经济区高速公路网络。

表 3: 福建省高速公路规划

项目名称	公路线说明	规划公里数
主纵延伸 两翼对接 两州	国高“沈（阳）海（口）线”	649
	“沈海复线”	577
	国高“长（春）深（圳）线”	475
八横纵深 推进连片 发展	国高“宁（德）上（饶）线”宁德至武夷山段	296
	国高“（北）京台（北）线”浦城至福州段	378
	国高“福（州）银（川）线”福州至邵武段	346
	海西莆田至永定高速公路	362
	国高“泉（州）南（宁）”泉州至宁化段	338
	海西网厦门至沙县段	241
	国高“厦（门）成（都）线”厦门至长汀段	286
	海西网古雷至武平段	252
	福州环线	123
	厦门环线	86
	泉州环线	119
三环服务 中心城市 加强对外 辐射	第一类：服务城市发展县市联络线 12 条	480
	第二类：加强运输枢纽衔接交通枢纽联络线 12 条	300
	第三类：满足区域经济发展区域联络线 9 条	860
合计		6,168

资料来源：福建省交通厅，中诚信证评整理

2009 年 7 月 17 日，交通运输部与福建省政府就贯彻落实国务院《意见》，加快福建交通运输发展事宜在福州举行会谈并签署《加快海峡西岸经济区交通运输发展会议纪要》（以下简称“《纪要》”）。

《纪要》指出要以规划为龙头，有力推进“大港口、大通道、大物流”建设，交通运输部将在集中力量加快海西高速公路网建设，继续强化海峡西岸港口建设等方面加大对福建交通基础设施的政策扶持力度。国家的扶持将进一步推进福建省交通基础设施的建设，加快海峡西岸现代化综合交通网络的构筑。

行业关注

计重收费政策的实施

计重收费政策是治理超载运输的重要措施。超载运输大幅提升了道路的养护及维修成本，目前养护成本占主要高速公路公司日常营运成本的比重约在 30%至 50%之间。自 2004 年 6 月治理超载活动后，计重收费制度作为一种治理超载方式在国内各大省

份高速公路得到了陆续推广，多个省份都已经或正在准备实施计重收费工作，2006 年和 2007 年是各省开始执行比较集中的年份，辽宁省和浙江省分别于 2008 年和 2010 年开始实施计重收费。

表 4: 已实施计重收费的省份

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
吉林	安徽	山东	山西	广西	辽宁	广东	浙江
江苏			宁夏	河北			
河南			湖北	四川			
青海			天津	黑龙江			
			江西	重庆			
			陕西	内蒙			
				云南			
				福建			
				贵州			
				湖南			

资料来源：中诚信证评整理

根据福建省交通厅、物价局、财政厅《关于印发福建省高速公路载货类汽车计重收取车辆通行费实施方案的通知》（闽交财[2007]10 号），从 2007 年 5 月 20 日 16 时起，福建省对在本省高速公路上行驶的载货类汽车实施计重收费，计重收费是指以收费站实地测量的车货总重为依据计重收取车辆通行费。计重收费的基本费率为 0.090 元/吨公里，并对正常装载的合法运输车辆和超过公路承载能力的车辆按不同费率标准计收通行费。同时，按照轴重与总重相结合的方式，根据实际测量的各轴轴重之和（即车辆的实际车货总重），与该车对应的公路承载能力认定标准的比较情况，核定汽车是否超过公路承载能力。这种收费方式可以真正反映车辆对公路的占用和使用程度，体现“多用路者多交钱、少用路者少交钱”的原则。

计重收费政策提高了超重部分的收费额。短期而言可能造成部分车辆分流而影响通行费分配收入，但长期来看，随着计重收费政策的逐步实施，车辆运营将日趋规范，由此将延长高速公路的大修周期，降低维护成本，并且车流量将因车辆畅通而增加。整体看，计重收费政策有利于高速公路企业的长期发展。

燃油税费改革方案实施，将逐步、有序取消政府还贷二级公路收费

2009年1月1日我国正式实施成品油税费改革。根据改革方案，我国将取消征收部分公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费，并逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费以及调高成品油消费税汽油消费税单位税额。

短期来看，政府还贷二级公路收费的取消，将会把现有的高速公路车流量吸引至平行的二级公路上，对高速公路形成一定的负面影响，但长期来看，由于普通公路路径曲折、通行速度慢，路面质量没有保证加重车辆损耗，而高速公路具有燃油经济性，油耗低于一般公路，明显的成本优势和时间优势，将使高速公路综合运输竞争力逐步体现。此外，成品油税费改革及成品油价格形成机制方案体现了多用多缴，少用少缴的原则，将有助于车流量结构的调整，客车大型化、货车重载化将成为发展趋势，由于大部分高速公路路段均已实施计重收费政策，实际上降低了吨公里高速公路通行费成本，燃油税费改革对于理顺能源价格机制、减少政策扰动、引导行业规范有序发展具有积极意义。

铁路运输分流影响

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。“十一五”期间，我国铁路基本建设投资完成1.98万亿元，至2010年末全国铁路营业里程达到9.1万公里，电气化铁路里程达到4.2万公里，稳居世界第二。预计至2012年末全国铁路运营里程将达到11万公里，其中高速铁路总规模将达到1.3万公里，达到世界第一水平。至“十二五”末，全国铁路运营里程将进一步增加到12万公里左右，铁路网的建设日益加快。此外，新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输周转时间，某种程度上增强了铁路运输的竞争力，对公路运输形成一定冲击。整体看，未来铁路将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

竞争实力

路产质量较好，区位优势显著

公司控股路产福泉高速、泉厦高速和罗宁高速是沿海大通道沈（阳）海（口）高速福建段的重要组成部分，沈海高速福建段贯穿了福建省经济最为发达和活跃的地区，基于经济联动的贸易往来较为密切。同时，公司上述路产与省公路公司下辖的罗长高速构成了全线贯通的高速路，北接长江三角洲，南连珠江三角洲，西通中部地区，东部对接台湾地区，区位优势十分明显。从中长期看，较为发达的沿线经济及良好的区位优势将有效带动公司控股路产车流量的提升。

公司参股路产浦南高速是国家高速公路（北）京台（北）线、长（春）深（圳）线的组成部分，该路段系连接安徽、江西、浙江和福建四省的省级干线公路。浦南高速全线及其延伸路段途经福建武夷山、安徽黄山、江西三清山、衢州江郎山等著名风景区，随着人们生活水平的日益提升，旅游需求的趋于旺盛将有利于浦南高速车流量的进一步增长。

表 5：公司控参股路产基本情况

运营路段	起止点
福泉高速	福州-泉州
泉厦高速	泉州-厦门
罗宁高速	罗源-宁德
浦南高速	浦城-南平

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

扩建路产的车流增长效应逐步显现

公司近年加大了扩建项目的推进力度，泉厦高速公路扩建工程亦于2010年9月建成通车，福泉高速主要路段的扩建工程于2011年1月18日基本建成通车。上述路段均扩建为双向八车道，经测算，扩建后的福泉和泉厦高速的通行能力将得到成倍释放。根据上述路段扩建后的实际车流量数据显示，福泉高速2011年1~9月客车、货车流量同比增长6.81%、9.88%，泉厦高速客车、货车流量同比增长21.10%、15.44%，车流增长效应逐步显现。

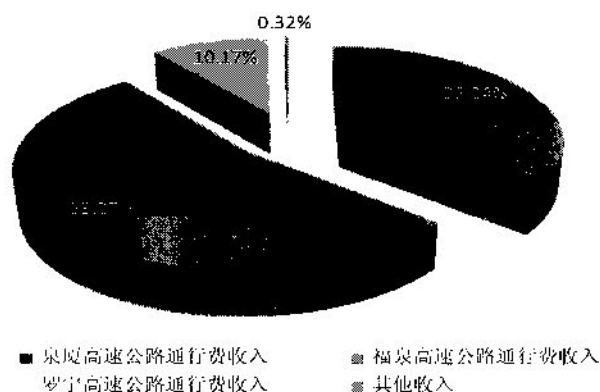
此外，鉴于罗宁高速与福泉、泉厦高速系同一高速干线，并通过股东方控制的罗长高速实现南北对接，因此受益于福泉、泉厦高速路段扩建带来的

增量车流，罗宁高速 2011 年 1~9 月车流量同比亦出现大幅增长，其中客车流量同比增长 18.85%，货车流量同比增长 12.40%。长期看，随着扩建项目引致的增量车流及福建省区域经济的向好发展，公司控股路段的车流量将得到进一步提升。

业务运营

公司主要从事高速公路运营，近年来公司控股路产通行费分配收入占营业收入的 99%以上。2010 年，公司控股路产福泉高速、泉厦高速和罗宁高速的通行费分配收入分别占公司营业收入的 53.27%、36.24%和 10.17%，同年公司其他收入约占营业收入的 0.32%，主要为路政收入等。此外，公司还参股位于福建省境内的浦南高速，公司持股比例为 29.78%。

图 3：2010 年公司收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

控股路产

截至 2011 年 9 月末，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。其中福泉高速由公司控股子公司福建省福泉高速公路有限公司（以下简称“福泉公司”，公司持股 63.06%）负责日常运营，泉厦高速由公司下属分公司泉厦分公司运营，罗宁高速由公司全资子公司福建罗宁高速公路有限公司（以下简称“罗宁公司”）负责运营。

表 6：公司控股路产明细情况

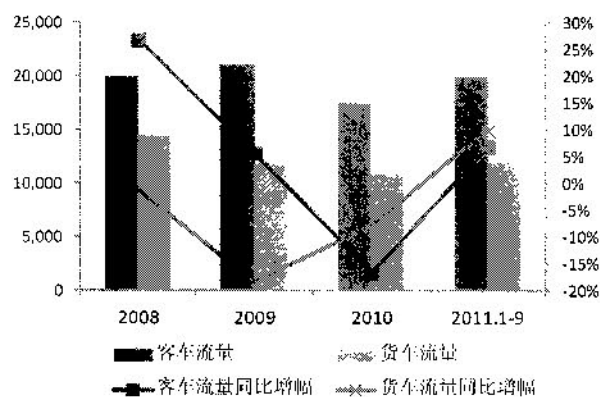
运营路段	权益比例	里程数 (公里)	收费期限起止	车道数量	剩余收费年限
福泉高速	63.06%	167.10	2011.1~2036.1	8 车道	25 年
泉厦高速	100%	81.89	2010.9~2035.9	8 车道	24 年
罗宁高速	100%	33.11	2008.1~2028.3	4 车道	17 年
合计		282.10			

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体看，福泉高速连接福州至泉州，全长 167.10 公里，于 1999 年 9 月全线建成通车，建成之初为双向 4 车道。2007 年 5 月，福建省人民政府决定对福泉高速进行扩建，并由福泉公司负责项目的具体投资。福泉高速扩建工程于 2007 年底开工，工程项目路线全长 142.37 公里，概算投资总额为 90.43 亿元，其中福州相思岭隧道至泉州过坑 130.48 公里路段于 2011 年 1 月 18 日基本建成通车，扩建部分的路段为双向 8 车道，尚未实施的尾工工程福州青口至相思岭隧道路段 11.89 公里。

近年来，福泉高速运营情况较为良好，不过车流量存在一定的波动。2008~2010 年福泉高速客车车流量同比增幅分别为 26.71%、5.63%、-16.79%，货车车流量同比增幅分别为 -1.30%、-18.48%、-7.76%。其中，2009 年受金融危机及 324 国道等二级路取消收费影响，福泉高速客、货车流量同比增速均出现下滑。2010 年客车受福厦高铁通车分流因素影响，客车流量继续下滑，不过货车流量受经济环境复苏而有所回稳，降幅较上年有所收窄。2011 年前 9 个月，受益于扩建工程的完工通车，福泉高速客货车车流量同比增幅大幅提升。近三年福泉高速客、货车的比例基本保持在 50%左右。受车流量波动影响，2008~2010 年福泉高速实现通行费分配收入 12.80 亿元、11.56 亿元、10.31 亿元，呈现小幅下降态势，但 2011 年前 9 个月，在扩建工程完工因素带动下，福泉高速实现通行费分配收入 9.04 亿元，同比增长 15.13%。

图 4: 福泉高速 2008~2011.Q3 客货车流量及增速情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7: 福泉高速 2008~2011.Q3 通行费分配收入及增速

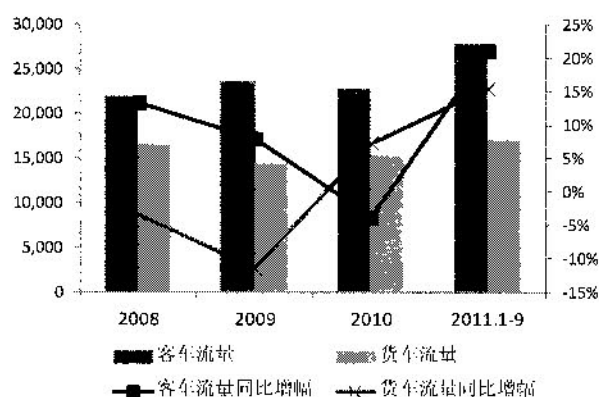
福泉高速	2008	2009	2010	2011.1-9
通行费分配收入（万元）	127980	115639	103104	90387
同比增幅	14.17%	-9.64%	-10.84%	15.13%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

泉厦高速方面，泉厦高速连接泉州与厦门，于 1997 年 12 月建成通车。2007 年 5 月，省政府决定对泉厦高速全线进行八车道高速公路改扩建工程，并由福建高速负责投资。泉厦高速扩建工程于 2007 年底开工，工程项目路线全长 81.89 公里，概算投资总额为 65.95 亿元。2010 年 9 月，泉厦高速公路扩建工程主体建成通车。

泉厦高速与福泉高速相互连接并构成福厦高速，因此泉厦高速车流量的变动情况与福泉高速具有较高的相关性。受前述因素影响，2008~2010 年福泉高速客、货车车流量亦存在一定的波动。泉厦高速近三年客、货车流量占比基本保持在 50% 左右，在车流量波动影响下，2008~2010 年泉厦高速实现通行费分配收入 7.02 亿元、6.64 亿元、7.01 亿元，增幅较小。2011 年 1~9 月，在泉厦扩建工程完工因素带动下，泉厦高速实现通行费分配收入 6.33 亿元，同比大幅增长 25.39%。

图 5: 泉厦高速 2008~2011.Q3 客货车流量及增速情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

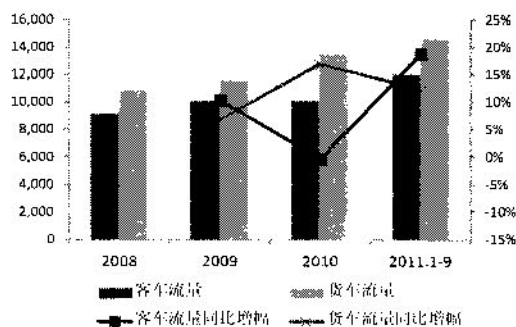
表 8: 泉厦高速 2008~2011.Q3 通行费分配收入及增速

泉厦高速	2008	2009	2010	2011.1-9
通行费分配收入（万元）	70213	66443	70144	63319
同比增幅	7.73%	-5.37%	5.57%	25.39%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

罗宁高速方面，罗宁高速全长 33.11 公里。2008 年 1 月，根据省国资委《关于福建罗宁高速公路有限公司股权转让事宜的函》（闽国资函产权[2008]4 号），省公路公司将罗宁公司 100% 股权以人民币 61,000 万元价格转让给福建高速，转让后福建高速拥有罗宁公司 100% 股权。车流量方面，2009~2010 年罗宁高速客车车流量同比增幅为 10.33%、-0.36%，货车车流量同比增幅为 6.73%、16.92%。得益于南接的福泉、泉厦高速扩建工程完工，罗宁高速 2011 年前 9 个月客、货车车流量同比大幅增长 18.85%、12.40%。客货车占比方面，近三年罗宁高速货车占比较高，约为 60%。受车流量波动影响，2008~2010 年罗宁高速实现通行费分配收入 1.74 亿元、1.79 亿元、1.97 亿元，呈现小幅增长态势，2011 年前 9 个月，罗宁高速实现通行费分配收入 1.62 亿元，同比增长 12.43%。

图 6: 罗宁高速 2008~2011.Q3 客货车流量及增速情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：罗宁高速 2008-2011.Q3 通行费分配收入及增速

罗宁高速	2008	2009	2010	2011.1-9
通行费分配收入（万元）	17409	17926	19684	16182
同比增幅	-	2.97%	9.81%	12.43%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在收费期限方面，根据《关于福泉、泉厦高速公路扩建项目经营年限的批复》（闽政文[2008]168），福泉、泉厦高速公路扩建项目作为经营性收费项目进行建设和经营，扩建后收费年限为 25 年，自扩建工程全路段通车之日起计算。鉴于福泉、泉厦高速分别于 2011 年、2010 年项目扩建工程完成，因此截至目前，公司福泉、泉厦高速的剩余收费期限分别为 25 年和 24 年，罗宁高速的剩余收费期限仍然为 17 年。

在通行费收费标准方面，自 2007 年 5 月起，公司经营管理的高速公路收费标准按车型分为两类：其中载客类汽车按车型收费，载货类汽车按计重收费。具体看，福建省载客类汽车收费标准根据不同高速公路路段的造价成本分别制定，一类车收费标准在 0.5 元/车公里至 0.6 元/车公里之间，二、三、四类车的单公里收费价格则按照“一类车收费标准×相应车型的收费系数”的标准执行。目前公司福泉高速、泉厦高速、罗宁高速的一类收费标准在分别为 0.55 元/车公里、0.55 元/车公里和 0.60 元/车公里，近年来收费标准保持稳定，鉴于福建地区多山地和丘陵，公路造价成本相对较高，因此通行费收费标准在国内处于较高水平。

表 10：控股路产客车收费标准

类别	车型	收费系数	收费标准（元/车公里）		
			福泉高速	泉厦高速	罗宁高速
一类车	≤7 座	1	0.55	0.55	0.6
二类车	8-19 座	2	1.1	1.1	1.2
三类车	20-39 座	2.8	1.54	1.54	1.68
四类车	≥40 座	3	1.65	1.65	1.8

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在货车收费标准方面，根据闽交财[2007]10 号文件《关于印发福建省高速公路载货类汽车计重收取车辆通行费实施方案的通知》，自 2007 年 5 月起，福建省将对在本省高速公路上行驶的载货类汽车实施计重收费，计重收费的基本费率为 0.090 元/吨公里，并对正常装载的合法运输车辆和超过公路

承载能力的车辆按不同费率标准计收通行费。目前公司控股路产的通行费收费水平参照下表 11 执行。

表 11：控股路段货车计重收费标准

车货总重	费率
≤10 吨	按基本费率 0.09 元/吨公里计收。
正常	10 吨以下部分，按基本费率 0.09 元/吨公里计收；10 吨以上部分，其费率按基本费率 0.09 元/吨公里线性递减到 0.045 元/吨公里计收。
	10 吨以下部分，按基本费率 0.09 元/吨公里计收；10 吨以上至 40 吨部分，其费率按基本费率 0.090 元/吨公里线性递减到 0.045 元/吨公里计收；超过 40 吨的部分按 0.045 元/吨公里费率计收。
	>40 吨
超过公路承载能力	车货总重超过车辆公路承载能力认定标准 30%以内（含 30%）的车辆
	按正常车辆的基本费率计收。
	车货总重超过该车对应的公路承载能力认定标准 30%以上的车辆
	禁止进入高速公路。对违法进入高速公路行驶的，除按治超的有关规定严肃处理外，按基本费率的 3 倍线性递增至 6 倍计征。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在收入结算方面，目前福建省高速公路的通行费分配收入通过省高速公路资金结算管理委员会下设的“通行费分配收入清算中心”进行清算分配。同时，根据《福建省联网高速公路通行费结算分配暂行办法》，福建省联网高速公路各路段公司应享有的高速公路车辆通行费分配收入，按路段里程、投资、费率三个分配因素对通行费分配收入进行结算分配。具体看，全月各通行车辆缴纳的通行费分配收入的 80%按里程、费率两项因素分配到各路段公司，参与分配的联网高速公路通行费总收入的 20%按投资因素（各路段公司投资额占全省高速公路总投资额的比例）分配到各路段公司。公司控股路段的收入结算情况均按照上述标准执行。

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通过招标方式委托公司关联公司福建省高速公路养护工程有限公司具体实施，专项养护工程则由路段经营公司进行招投标实施。公司通过加强日常养护和专项养护来规避大、中修的开展，鉴

于公司主要路段刚完成扩建，且日常养护工作较为有效，目前公司暂无大修和中修计划。

参股路产

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。后经过股权变更后，截至2010年12月31日，省公路公司对浦南公司的出资比例为70.22%，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22年。

表 12：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	22 年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，浦南高速车流量逐年上升，近三年车流量复合增长率较高，快速增长的车流量有效带动了通行费分配收入的增加，2010年，浦南高速通行费分配收入同比增长7.76%。不过鉴于浦南公司目前车流量尚处于培育期，车流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，浦南公司近三年均为亏损。

表 13：浦南高速 2008~2011. Q3 主要财务指标

浦南高速	单位：万元			
	2008	2009	2010	2011.1-9
营业收入	578.05	26,820	28,901	22,168
净利润	-1,569	-21,291	-23,393	-21,777
公司确认投资收益	-467	-6,340	-6,966	-6,485

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司路产运营平稳，且随着路网贯通效应的显现仍具有一定增长空间。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规的要求，基本建立了股东大会、董事会、监事会、专门委员会、经营管理层的法人治理结构。公司股东大会、董事会、监事会、专门委员会和经理层依照法规和治理规则，各司其职、有效制衡。同时，公司制定了相对完善的内控制度。

在预算管理方面，公司围绕公司的战略要求和发展规划，以业务预算、资本预算和筹资预算为基础，以经营利润为目标，以现金流为核心进行预算编制，公司的日常运行工作主要围绕以预算为中心的管理制度进行。

在对外担保方面，公司严格控制担保行为，已建立了担保决策程序，对担保金额、批准权限及担保信息的披露等相关内容作了明确规定，以防范潜在的风险，避免和减少可能发生的损失。由于公司对外担保的严格规范，目前公司不存在对外担保事项。

尽管公司治理体系相对完善，但自身的治理水平仍具有一定的提升空间。2010年12月，福建证监局在对公司现场检查后，对公司在公司治理、信息披露等方面提出了部分整改意见。根据整改意见，公司结合公司的实际情况对各项意见进行了进一步的整改。

具体看，在公司治理方面，公司董事会已对《公司章程》和《董事会议事规则》中的相关条款进行修订，公司将严格按照《公司法》、《上市公司治理准则》和公司各项规章制度的要求，进一步完善董事会各专门委员会工作。

在信息披露方面，公司将加强对《上海证券交易所股票上市规则》的学习，加强对各项关联交易的统计，认真核对，完整披露，确保公司信息披露的及时、真实、准确、完整。

公司此次积极采取有效措施应对整改意见，进一步提高了公司董事、监事、高级管理人员及其他相关工作人员的规范运作意识，对公司进一步提高规范化运作水平具有较大的促进作用。公司未来也

将以此为契机不断完善公司治理，提高规范运作水平，实现公司的规范健康发展。

总体看，经整改后，公司的治理结构和内控制度已基本满足国家法律法规及监管部门的要求，不过我们对公司在整改后治理水平的实际运行情况仍将保持进一步的关注。

战略规划

公司计划在“十二五”期间主营业务收入达到 30 亿元，净利润达到 10 亿元，总资产达到 300 亿元。具体来说，公司将从以下几个方面着手。

抓住海峡西岸经济区提速建设的机遇。国务院发布的《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》将海西战略提升到国家战略的高度，标志着海西经济区建设即将进入提速阶段，作为重要的基础设施建设的高速公路网正成为福建省乃至整个海西经济区发展的重要保障，公司将面临巨大的发展机遇。鉴于此，公司将探索新的发展战略，主动对接，发挥优势，并在未来抓住海峡西岸经济区建设中的机遇，为公司实现新一轮的跨越式发展。

尝试适度业务多元化投资。随着泉厦、福泉高速公路的扩建通车以及八车道通行能力的释放，公司未来的现金流相对较为充沛，从高速公路上市公司发展趋势及战略布局方面考虑，借鉴其他高速公路上市公司多元化投资经验，尝试通过适度多元化再投资等途径提高公司资金的使用效率，提高公司资产收益率。

在资本支出方面，公司目前尚未制定新增项目投资支出计划。2011 年公司主要的资本支出为泉厦、福泉高速公路辅助设施等尾工工程，计划投资额分别为 12 亿元和 30 亿元，上述项目的建设资金主要通过银行贷款解决。此外，公司 2011 年养护业务支出约 1.66 亿元，分红资金安排约 2.74 亿元，上述资金将主要通过公司经营性现金流量和自身积累予以解决。

整体看，公司发展战略较为明晰，未来新增项目较少，不过随着尾工工程的推进，公司的债务压力将有所增大。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健光华（北京）会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2008 年财务报告、经天健正信会计师事务所有限公司¹审计并出具标准无保留意见的 2009 年、2010 年财务报告和未经审计的 2011 年第三季度财务报表。

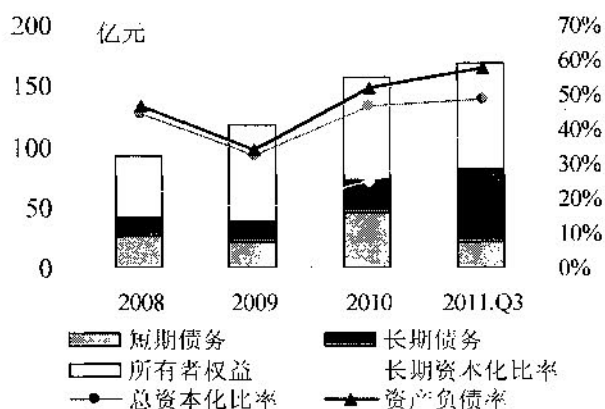
资本结构

近年来，随着对福建罗宁高速公路有限公司的收购，以及对福泉、泉厦高速公路扩建工程等项目的实施，公司资产规模相应大幅增长，2008~2010 年底公司总资产分别为 94.33 亿元、120.13 亿元和 175.02 亿元，年均复合增长率达到 36.22%。同时，由于公司近年来盈余积累较好以及 2009 年完成公开增发，其自有资本实力不断提升，2008~2010 年底公司所有者权益分别为 50.75 亿元、79.35 亿元和 84.68 亿元，近三年复合增长率为 29.18%。从债务规模来看，2009 年公司债务规模同比有所下降，主要是因为当年公开增发成功，公司资金较为充裕，归还了部分银行借款所致；2010 年，随着福泉、泉厦高速公路扩建工程的推进，公司债务规模大幅增加。截至 2010 年底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.62%和 46.07%，同比增长 17.67 和 13.99 个百分点。

2011 年，随着福泉高速公路扩建工程尾期的投入，公司负债规模继续增加，截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率和总资本化率分别为 57.15%和 48.64%，与 2010 年底相比分别增长了 5.53 和 2.57 个百分点，但仍处于较合理水平。公司本次拟发行 15 亿元公司债券，其中 12 亿元偿还银行借款，3 亿元用于补充流动资金，本次债券发行后，基于 2011 年 3 季度末数据静态测算，公司资产负债率将上升至 57.77%，仍处于合理范围之内。

¹天健正信会计师事务所有限公司系由天健光华（北京）会计师事务所有限公司与中和正信会计师事务所于 2009 年合并而成。

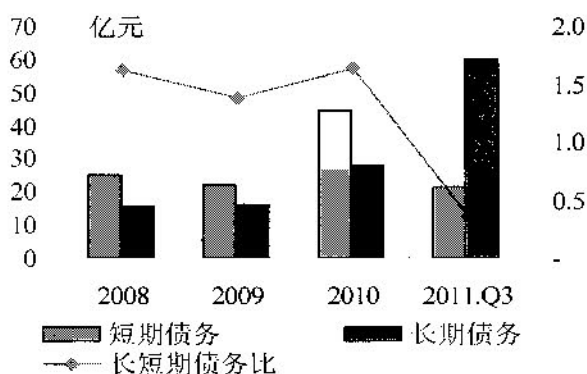
图 7：2008~2011.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2008~2010 年，公司短期债务占比较大，主要是因为公司为减少利息支出，多利用银行短期借款融资；2011 年以来，公司逐步使用银行长期借款置换前期的短期借款，短期债务占比逐渐下降，截至 2011 年 9 月底，公司长、短期债务分别为 60.20 亿元和 21.57 亿元，长短期债务比降至 0.36（图 8）。若本次公司债券成功发行，将进一步提升公司长期债务占比，优化公司债务期限结构，增强公司资金的稳定性。

图 8：2008~2011.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司债务规模适中，资本结构较为稳健，虽然本期债券的发行将在一定程度上增加公司的债务规模，但整体负债水平仍处于可控范围之内。考虑到公司未来仍将面临一定的资本支出压力，其负债水平将可能或有所增加。

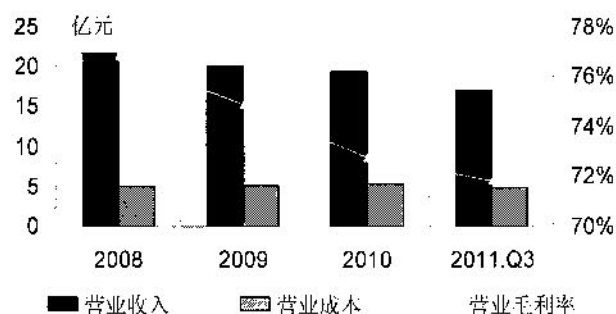
盈利能力

从收入规模方面来看，近三年来公司营业收入呈小幅下降趋势，2008~2010 年分别为 21.62 亿元、20.06 亿元和 19.35 亿元，主要系受以下几个因素的综合影响：1）2008 年底全球金融危机的爆发使得

2009 年物流量同比大幅减少；2）泉厦高速公路扩建工程于 2007 年底开工，福泉高速公路扩建工程于 2008 年初开工，为确保扩建期间施工的安全以及道路的畅通，公司对部分车流量进行分流，因此施工期间的车流量有所减少；3）2010 年 4 月，福厦高速铁路正式运营，该高速铁路以客运为主兼及货运，由于该高速铁路的路线走向与福厦高速大致平行，因此对福泉、泉厦高速公路的营运类客流有一定的分流影响，但对货运及商务类、个人自驾出行类客流影响并不大；4）福建省于 2009 年 2 月 21 日起取消了全省政府还贷二级公路收费，并撤销了相关收费站，公司所经营的高速公路大部分路段与被撤销收费站点的一部分政府二级还贷公路平行，二级公路取消收费后，短期内对公司所经营高速公路的车流量有一定的分流影响。

从公司未来的收入趋势来看，虽然福厦高速铁路对福泉、泉厦高速公路的营运类客流有一定的分流影响，二级公路收费的取消也将在短期内部分分流公司所经营高速公路的车流量，但区域经济的持续增长、汽车保有量的增加将带动区域内总车流量的持续增长；同时公司福泉、泉厦高速公路扩建工程的完工通车，通行能力将大幅提升，未来公司的车流量及营业收入仍将有一定增长。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 17.03 亿元，同比增长了 18.40%。

图 9：2008~2011.Q3 公司营业收入和营业毛利率变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率来看，2008~2010 年以及 2011 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 76.77%、74.85%、72.73%和 71.82%，呈小幅下降态势。2009 年营业毛利率下降主要是因为当年公司养护工程较多，养护业务成本支出同比增加较多所致；2010 年营业毛利率下降主要是因为自当年 9 月起，泉厦高速公路扩建工程建成通车，公司将其暂估结转至固定资产

并计提折旧，由此单位车流量分摊的路产折旧费同比大幅增加所致²。自 2011 年 1 月起，福泉高速公路扩建工程也已建成通车，公司将其暂估结转至固定资产并计提折旧，福泉高速单位车流量分摊的路产折旧费也大幅增加，2011 年 1~9 月公司营业毛利率继续下降。考虑到福泉、泉厦高速公路扩建工程均已完工并开始计提折旧，未来单位车流量分摊的路产折旧费将保持稳定；同时，福泉、泉厦高速公路扩建完成后，通行能力大幅提升，未来车流量将处于增长趋势，规模效应的体现将使得单位车流量所分摊的征收业务成本、养护业务成本、监控业务成本等有所减少，预计未来公司毛利率将有所回升。

表 14：2008~2010 年公司营业成本构成

单位：万元			
	2008	2009	2010
征收业务成本	8,267.76	8,415.72	9,078.26
养护业务成本	13,845.47	14,638.73	12,333.46
监控业务成本	2,415.63	2,176.60	1,735.37
路产折旧	20,977.21	20,591.42	24,559.55
路政支出	1,496.93	1,396.92	1,617.23
其他支出	3,215.71	3,242.67	3,463.10
合计	50,218.71	50,462.06	52,786.96

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司路产优质，与国内高速公路上市公司相比，公司的毛利率水平高于同行业上市公司（表 15）。福泉、泉厦高速公路是国家沿海大通道沈海高速公路福建段的重要组成部分，连接福建省经济最发达，外向度最高的闽东南沿海地区。此外，福建省山地地形占比较大，省内交通以公路运输为主，福泉、泉厦高速公路具有天然的区域垄断优势。

² 按照年报披露，公司高速公路路产按工作量法（即车流量法）计提折旧。泉厦高速公路扩建前单位车流量分摊的路产折旧费为 4.38 元/辆，扩建完成后，路产账面价值以及预计总车流量均发生较大变化，单位车流量分摊的路产折旧费约为 8.12 元/辆；福泉高速公路扩建前，单位车流量分摊的路产折旧费为 7.93 元/辆，扩建后单位车流量分摊的路产折旧费约为 13.55 元/辆。

表 15：国内高速公路行业主要上市公司
营业毛利率、净利率比较

公司名称	营业毛利率（%）		净利率（%）	
	2010	2011.Q3	2010	2011.Q3
福建高速	72.73	71.82	36.98	30.20
皖通高速	70.61	66.64	40.85	42.28
中原高速	65.16	61.08	22.29	15.47
四川成渝	58.88	58.67	42.36	41.23
山东高速	57.16	55.05	31.73	33.09
五洲交通	56.42	55.46	55.76	20.98
宁沪高速	56.21	52.83	37.59	35.15
深高速	52.17	63.62	30.84	35.09
赣粤高速	48.81	50.07	34.01	32.47
粤高速 A	48.28	48.22	43.74	31.53

资料来源：各上市公司定期公告，中诚信证评整理

期间费用方面，得益于公司较好的费用控制能力，近年公司三费收入占比较为稳定并保持在较好水平，2008~2010 年，公司三项费用收入占比分别为 8.92%、9.14% 和 8.96%。2011 年 1~9 月，公司三项费用收入占比大幅增至 21.81%，主要系因为公司福泉、泉厦高速公路扩建工程已完工，相关利息支出停止资本化，财务费用支出大幅增长所致。

表 16：2008~2011.Q3 公司三费分析

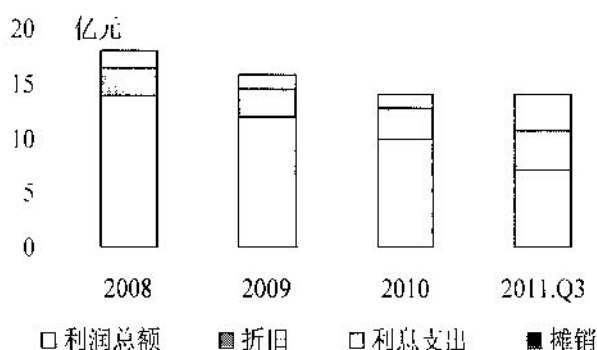
单位：亿元				
项目	2008	2009	2010	2011.Q3
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.61	0.58	0.58	0.43
财务费用	1.32	1.25	1.15	3.29
三费合计	1.93	1.83	1.73	3.71
营业总收入	21.62	20.06	19.35	17.03
三费收入占比	8.92%	9.14%	8.96%	21.81%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从利润总额看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。随着营业收入的小幅减少以及营业毛利率的下降，近年来公司利润总额相应有所减少，2008~2010 年分别为 13.90 亿元、12.00 亿元和 9.86 亿元。2011 年 1~9 月，公司营业收入同比有所增长，但由于路产折旧、财务费用支出增幅较大，当期实现利润总额 7.08 亿元，同比减少 22.34%。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额、折旧和利息支出。近年来，公司利润总额的下降使得其 EBITDA 规模有所减少，2008~2010 年分别为 17.97 亿元、15.73 亿元和 13.97 亿元。2011 年 1~9 月，在收入规模增长的带动下，公司 EBITDA 规模增加较快。

图 10: 2008~2011.Q3 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体来看, 公司主业突出, 所拥有收费路段的盈利能力强。近年来, 受车辆分流、折旧增加等因素的影响, 公司盈利能力有所下降。考虑到未来区域经济的增长、汽车保有量的增加以及福泉、泉厦高速公路扩建工程的完工通车将大幅提升通行能力等因素, 公司盈利能力将逐步回升。

偿债能力

从债务规模来看, 随着福泉、泉厦高速公路扩建工程等项目的实施, 公司债务规模不断上升, 截至 2011 年 9 月底, 公司总债务、短期债务和长期债务分别为 81.76 亿元、21.57 亿元和 60.20 亿元。考虑到公司债务期限结构较好, 同时拥有较好的盈利水平, 因此短期刚性债务压力较小。从公司 EBITDA 的债务本息保障程度来看, 2008~2010 年底公司总债务/EBITDA 指标分别为 2.25、2.38 和 5.18, EBITDA 利息保障倍数分别为 7.97、6.65 和 5.68, EBITDA 对债务本息的保障程度有所弱化, 但仍处于较强水平。从现金流情况来看, 近年公司经营现金流量一直较充沛, 对债务本息能形成良好保障, 2008~2010 年, 公司经营活动净现金/总债务分别为 0.32、0.34 和 0.18; 经营活动净现金/利息支出分别为 5.81、5.46 和 5.24 倍。2011 年 1~9 月, 公司 EBITDA 及经营性现金流对债务本息的保障程度依然较好。

表 17: 2008~2011.Q3 公司主要偿债能力指标

项目	2008	2009	2010	2011.Q3
短期债务 (亿元)	24.89	21.70	44.72	21.57
长期债务 (亿元)	15.52	15.77	27.60	60.20
总债务 (亿元)	40.41	37.47	72.32	81.76
资产负债率 (%)	46.20	33.95	51.62	57.15
总资本化比率 (%)	44.33	32.08	46.07	48.64
EBITDA (亿元)	17.97	15.73	13.97	14.14
EBITDA 利息倍数(X)	7.97	6.65	5.68	4.05
总债务/EBITDA (X)	2.25	2.38	5.18	4.34
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.81	5.46	5.24	2.77
经营活动净现金/总债务 (X)	0.32	0.34	0.18	0.16

注: 公司 2011 年前三季度总债务/EBITDA、经营活动净现金/总债务指标经年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

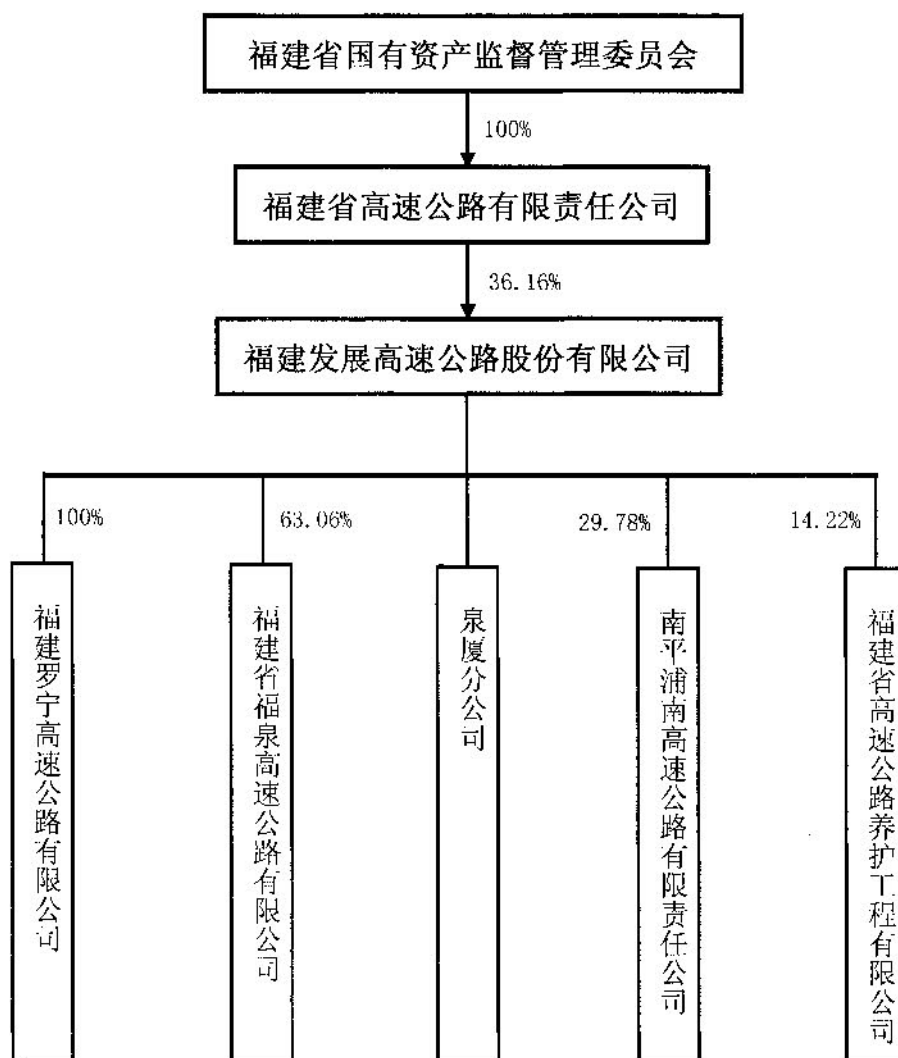
截至 2011 年 9 月底, 公司无对外担保所形成的或有负债风险; 公司无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看, 公司债务压力可控, 业务运营良好, 盈利及现金流均能对债务本息提供良好保障, 整体偿债能力很强。

结 论

综上, 中诚信证评认为本次公司债券信用质量很高, 信用风险很低, 中诚信证评认为在未来一定时期内的信用水平将维持稳定。

附一：福建发展高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 9 月 30 日）



附二：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)	2008	2009	2010	2011.Q3
货币资金	14,877.70	43,397.50	11,263.20	14,366.65
应收账款净额	14,683.05	17,344.22	17,247.94	49,788.67
存货净额	197.04	241.00	228.03	225.75
流动资产	88,290.66	113,462.25	136,014.52	65,208.37
长期投资	88,984.77	88,614.28	81,647.93	75,162.67
固定资产合计	759,722.52	992,952.01	1,524,802.66	1,868,097.56
总资产	943,268.80	1,201,280.02	1,750,246.94	2,014,677.97
短期债务	248,934.20	217,039.55	447,211.35	215,652.85
长期债务	155,196.46	157,668.65	276,037.86	601,990.01
总债务（短期债务+长期债务）	404,130.66	374,708.19	723,249.21	817,642.86
总负债	435,806.10	407,789.47	903,483.22	1,151,296.53
所有者权益（含少数股东权益）	507,462.70	793,490.55	846,763.72	863,381.44
营业总收入	216,217.30	200,608.99	193,547.20	170,346.29
营业前利润	158,815.95	143,481.57	134,313.84	116,626.86
投资收益	-467.25	-5,370.69	-6,966.34	-6,485.26
净利润	103,195.28	88,091.57	71,569.17	51,449.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	179,714.12	157,343.74	139,676.57	141,413.13
经营活动产生现金净流量	130,913.87	129,230.26	128,945.18	96,434.90
投资活动产生现金净流量	-295,039.30	-245,320.57	-468,034.73	-141,524.46
筹资活动产生现金净流量	136,487.92	144,610.11	306,955.25	48,193.00
现金及现金等价物净增加额	-27,637.51	28,519.80	-32,134.29	3,103.45
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q3
营业毛利率（%）	76.77	74.85	72.73	71.82
所有者权益收益率（%）	20.34	11.10	8.45	7.95
EBITDA/营业总收入（%）	83.12	78.43	72.17	83.02
速动比率（X）	0.32	0.46	0.22	0.12
经营活动净现金/总债务（X）	0.32	0.34	0.18	0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	0.60	0.29	0.60
经营活动净现金/利息支出（X）	5.81	5.46	5.24	2.77
EBITDA 利息倍数（X）	7.97	6.65	5.68	4.05
总债务/EBITDA（X）	2.25	2.38	5.18	4.34
资产负债率（%）	46.20	33.95	51.62	57.15
总债务/总资本（%）	44.33	32.08	46.07	48.64
长期资本化比率（%）	23.42	16.58	24.58	41.08

注：2011 年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经过年化。

附三：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

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³-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=（营业总收入-（营业成本+利息支出³+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

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）

³该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附四：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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于2011年福建发展高速公路股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

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等级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因素，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，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

（本页无正文，为《福建发展高速公路股份有限公司2011年公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：

刘固

刘 固

魏巍

魏 巍

王维

王 维

