



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪014号

安徽皖通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“安徽皖通高速公路股份有限公司2009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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年四月三十一日

安徽皖通高速公路股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	安徽皖通高速公路股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2009/12/17~2014/12/16		
担保方式	安徽省高速公路控股集团有限公司全额不可撤销的连带责任保证担保。		
上次评级时间	2013/04/18		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA⁺	评级展望	稳定

概况数据

皖通高速	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	67.38	73.20	78.94
总资产（亿元）	104.57	113.34	122.03
总债务（亿元）	24.66	25.94	27.71
营业总收入（亿元）	22.87	22.23	23.30
营业毛利率（%）	67.13	62.69	61.47
EBITDA（亿元）	19.06	17.59	18.97
所有者权益收益率（%）	14.22	11.45	11.62
资产负债率（%）	35.57	35.41	35.31
总债务/EBITDA（X）	1.29	1.47	1.46
EBITDA 利息倍数（X）	13.94	12.03	12.86
安徽省高速公路控股集团	2011	2012	2013
货币资金（亿元）	65.37	56.55	53.00
所有者权益（亿元）	327.02	346.75	366.96
总资产（亿元）	951.50	1,030.85	1,126.32
总债务（亿元）	515.46	570.21	588.07
营业总收入（亿元）	91.59	126.71	158.42
EBITDA（亿元）	60.80	67.66	76.13
所有者权益收益率（%）	2.81	2.21	4.36
资产负债率（%）	65.63	66.37	67.42
总债务/EBITDA（X）	8.48	8.43	7.72
EBITDA 利息倍数（X）	2.29	2.10	2.22

基本观点

受益于区域经济的增长、路网协同效应的发挥以及汽车保有量的增加，2013 年安徽皖通高速公路股份有限公司（以下简称“皖通高速”或“公司”）通行量和通行费收入均保持增长。同时，公司整体经营状况良好，盈利能力和现金获取能力仍较强，负债水平较低，偿债能力依然很强。此外，安徽省高速公路控股集团有限公司（以下简称“集团公司”）在安徽省高速公路投资建设领域具有垄断优势，其为本次债券提供的全额不可撤销连带责任担保对债券本息偿付起强有力保障。但中诚信证评也关注收费政策变化、分流效应、资本支出压力等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，发行主体皖通高速主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

正面

- 区域经济增长仍保持平稳。2013 年安徽省 GDP 仍保持 10.4% 的较高增速，且汽车保有量进一步提高。同时皖江城市带承接产业转移示范区、合芜蚌高新技术产业带以及皖北振兴区三大战略平台的综合开发稳步推进，均为公司业务发展提供了较好的外部条件。
- 公司业务规模进一步扩大。在区域经济平稳增长、路网贯通日益完善以及汽车保有量增加的作用下，公司车流量增加，通行费收入上升。且公司参股的金融业务规模也逐步扩大，亦为公司提供重要的利润来源。
- 财务状况良好。公司盈利能力仍较强，负债水平较低，财务结构稳健，经营性现金流表现稳定，财务弹性良好，偿债能力依然很强。
- 股东实力强。安徽省高速公路控股集团有限公司是安徽省高速公路投资建设的两大省级主体之一，其投资建设已通车高速公路约占全省高速公路里程的 60%，区域垄断优势明显。公司作为集团旗下唯一一家上市公司，在业务、

资金等方面能得到其有力支持。

关 注

- 收费政策的变化对公司经营造成一定影响。2013 年节假日小型客车免费通行和绿色通道免费政策导致公司分别免收约 1.39 亿元和 2.80 亿元的通行费收入，未来政策发展趋势存在一定的不确定性，其对公司带来的影响应加以关注。
- 短期偿债压力较大。2013 年公司新增了港币贷款致使短期借款大幅增加，且 2009 年 12 月发行的 20 亿元公司债将于 2014 年 12 月到期，公司将应付债券调入一年内到期的非流动负债，导致短期债务大幅增长，将面临一定的资金集中兑付压力。
- 未来资本支出压力较大。宁宣杭高速公路项目投资规模较大，随着该项目的逐步推进，未来资金需求量逐渐增加，公司仍面临较大的资金压力。
- 参股公司业务经营及风险控制能力。公司所投的金融产业经营范围均是为企业提供小额贷款及典当业务，主要客户抗风险能力较弱，可能面临一定的经营风险，对参股公司的风险控制能力要求较高，我们对公司参股情况予以关注。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 21 日

行业分析

安徽省经济保持平稳运行，全省汽车保有量进一步增长，对公路行业发展形成有效支撑

受益于工业生产和民营经济的快速发展，2013年安徽省经济保持平稳增长。全年全省生产总值19,038.9亿元，按可比价格计算，同比增长10.4%，增幅较上年下降1.7个百分点，仍处于较好水平。2013年全省第一、二、三产业分别实现增加值2,348.1亿元、10,404.0亿元和6,286.8亿元，同比分别增长3.5%、12.4%和9.5%。三次产业结构由上年的12.7:54.6:32.7调整为12.3:54.6:33.1，其中工业、民营经济增加值占GDP比重分别为46.9%和57%，较上年分别提高0.3和1个百分点。

表 1: 2013 年安徽省重要经济指标

指标	数量	同比增幅
国内生产总值 (GDP)	19,038.9 亿元	10.4%
人均 GDP	31,684 元	10.04%
全社会固定资产投资额	18,251.1 亿元	21.2%
工业增加值	8,928 亿元	13.3%
城镇居民人均可支配收入	23,114 元	9.9%

数据来源：安徽省统计局，中诚信证评整理

近年来，随着城镇居民人均可支配收入的持续提高与消费结构的升级，安徽省汽车保有量保持增长态势。截至2013年末，安徽省城镇居民人均可支配收入23,114元，比上年增长9.9%，居民生活水平进一步提高；全省民用汽车拥有量376万辆，同比增长13.9%。同时，公路运输在各类运输方式中占据主导地位，在安徽省经济增长的带动下，全省公路运输量持续较快增长，促进公路需求的进一步提升。2013年全省公路旅客运输量和货物运输量分别为23.8亿人和30.0亿吨，同比分别增长15.4%和15.7%，而全年安徽省新增高速公路311公里至3,521公里。

表 2: 2012~2013 年安徽省公路运输情况

单位：亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里、%

指标	公路		增速		公路运量占比	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
客运量	20.6	23.8	14.9	15.4	96.71	97.14
旅客周转量	1,320.3	1,534.0	14.6	15.5	72.65	72.41
货运量	25.9	30.0	18.1	15.7	83.01	84.03
货物周转量	7,259.6	8,433.0	16.1	18.6	75.72	74.13

数据来源：安徽省统计局，中诚信证评整理

整体看，安徽省经济仍保持两位数的增长幅度，区域经济仍具有一定的增长势头和活力，为公司的发展提供较好的外部环境支持。

安徽省三大区域战略平台推进稳步有序，基于产业的贸易联动效应显著，有利于公路需求的进一步提升

2013年安徽省继续推进皖江城市带承接产业转移示范区、合芜蚌高新技术产业带以及皖北振兴区的发展，三大战略平台运行良好，促进全省公路行业的进一步发展。

2013年，皖江示范区经济平稳增长，产业承接成效显著。全年实现生产总值12,555.5亿元，同比增长11.3%，增幅比全省高0.9个百分点，其生产总值占全省比重达65.95%，实现规模以上工业增加值5,859.9亿元，同比增长14.6%，皖江示范区对安徽省经济平稳较快发展提供重要支持。2013年合芜蚌试验区大力实施创新驱动发展战略，高新技术产业保持稳步增长。2013年，合芜蚌试验区规模以上工业实现增加值3,653.5亿元，占全省的42.7%，规模以上高新技术企业实现产值7,149.9亿元，同比增长16.4%，占全省的59.3%。此外，受煤炭市场需求下滑等影响，2013年皖北地区经济增速有所放缓，总体经济运行缓中趋稳。全年皖北六市GDP为5,398.8亿元，同比增长10%。

整体来看，安徽省三大战略平台发展前景较好，未来将进一步提升全省的产业能级，今后基于产业往来的省内外贸易联动将更为密切，从而将有利于促进公路车流量的进一步增长。

节假日小型客车免费通行及绿色通道免费政策的实施对高速公路企业通行费收入造成一定影响，且全省公路网布局趋于密集，分流因素依然存在

近年来安徽省注重交通类基础设施的投资建设，2014年安徽省交通基础设施建设领域的投资（除铁路外）预期将超过600亿元。根据安徽省高速公路发展规划，预计至2015年末，全省将形成以国省干线公路网和干线航道为支撑，以高密度农村公路网为基础的综合交通运输体系，其中高速公路通车里程将达到4,200公里。此外，根据《安徽省高速公路网规划》，预计至2020年末，安徽省高速公路网将形成“四纵八横”格局，总里程将达到5,500公里，高速公路网平均密度将增至3.94公里/百平方公里，全省路网效益进一步增强。但同时，我们未来也将继续关注全省新建的与公司路产平行走向的路段所产生的分流影响。

国务院于2012年8月2日发布了《国务院关于批转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》，指出各地区已建成通车的全部收费公路（含收费桥梁和隧道）在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日，对行驶收费公路的7座及以下载客车辆，包括允许在普通收费公路行驶的摩托车实施免费通行。同时，自2010年12月起，国内高速公路项目均须执行绿色通道免费政策，对合法装载鲜活农产品的运输车辆免收车辆通行费，该政策实施在一定程度上对省内公路企业的通行费收入带来影响。

2013年5月8日交通部公布《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》，对原管理条例在收费标准、免费政策补偿、期满后处理等方面作了修订，其中部分条款对收费公路企业也产生正面影响。例如：1）国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿；2）高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据规定重新核定；3）车辆通行费收费标准可根据交通流量、当地物价指数变化情况等因素适时予以调整。总体来讲，修改条例旨在维护行业稳定发展，对于公路行业整体影响较为正面，但仍应对后续政策变动和落实情况加以关注。

整体来看，高速公路行业政策性较强，收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营具有较大影响。随着安徽省内高速公路网的日益完善，路网结构的发展变化将有可能继续对公司所辖路段造成分流影响。

业务运营

公司主要从事安徽省境内收费公路的运营及管理。截至2013年12月31日，公司下辖运营路产共8段，营运公路里程已达484公里，收费期限主要于2026至2032年到期。其中除205国道天长段新线为一级公路外，其余七条公路均为高速公路。公司路产大都位于国家东西向大通道，对全国及安徽省的交通运输起到重要作用。

受区域经济增长、收费政策以及路网格局变化等因素共同作用，2013年公司实现通行费收入21.88亿元，同比增长2.86%，其占全年收入比例为93.92%。此外，作为公司第二大主营业务的典当业务实现收入0.57亿元，同比增长299.99%，收入占比略增至2.46%。2013年公司实现营业收入23.30亿元，较上年增长4.84%。

表3：2012~2013年公司营业收入构成情况

单位：万元			
营业收入项目	2013年	2012年	增减比例
高速公路业务	227,279.0	220,817.8	2.93%
通行费收入	218,838.2	212,749.1	2.86%
服务区收入	3,394.7	2,893.0	17.34%
其他业务收入	5,046.1	5,175.7	-2.50%
典当业务	5,731.4	1,432.9	299.99%
合计	233,010.4	222,250.7	4.84%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

尽管收费政策对公司造成一定的负面影响，但受益于区域经济的平稳增长以及路网协同效应的发挥，2013年公司客货车流量均保持增长，全年通行费收入相应上升

2013年在安徽省经济平稳运行的背景下，物流需求的增加以及周边协同性路网变化，促使公司整体车流量保持增长。其中，各路段的客、货车流量同比分别增长13.96%和4.68%。得益于车流量的增长，全年通行费收入进一步上升。

车流量方面，2013年受益于南京长江四桥的通

车，宁淮高速天长段日均车流量同比大幅增长39.78%至24,543辆。尽管2013年10月九江长江二桥通车促使高界高速车流量迅速回升，但受六武高速全线通车造成部分车辆分流及江西九江大桥施行桥梁检修造成20吨以上车辆绕道分流的双重影响，2013年高界高速车流量仍同比下降8.46%。宣宁高速于2013年9月8日正式开通试运营，当年日均车流量为660辆，车流规模尚小。此外，2013年合宁高速、205国道天长段新线、宣广高速公路、连霍公路安徽段和广祠高速公路日均车流量同比分别上升9.70%、2.23%、6.22%、6.08%和1.24%。

表 4：2012~2013 年公司各运营路段折算全程日均车流量

单位：架次

路段	2012 年	2013 年	2013 年增幅
合宁高速公路	21,549	23,639	9.70%
205 国道天长段新线	5,108	5,222	2.23%
高界高速公路	9,300	8,513	-8.46%
宣广高速公路	15,134	16,076	6.22%
连霍公路安徽段	8,768	9,301	6.08%
宁淮高速公路天长段	17,559	24,543	39.78%
广祠高速	15,088	15,275	1.24%
宣宁高速公路	-	660	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

客货车结构方面，公司各路段车流主要以客车为主。2013年新开通的宣宁高速公路客货车比例为83:17，宣广高速公路车型结构保持不变，仍为69:31。此外，除205国道天长段新线和合宁高速客车比例下降外，其余路段客车占比均进一步上升，货车占比有所下降。

表 5：2012~2013 年公司各运营路段客货车比例情况

项目	客货车比例	
	2012 年	2013 年
合宁高速公路	68:32	67:33
205 国道天长段新线	39:61	35:65
高界高速公路	54:46	63:37
宣广高速公路	69:31	69:31
连霍公路安徽段	60:40	61:39
宁淮高速公路天长段	74:26	75:25
广祠高速	70:30	73:27
宣宁高速公路	-	83:17

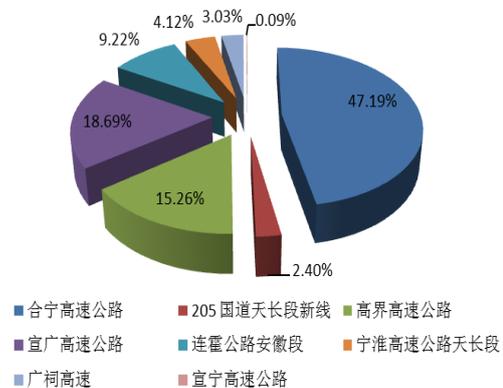
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

通行费收入方面，在车流量增长的带动下，2013年公司通行费收入同比上升2.86%至21.88亿

元。合宁高速、宣广高速、高界高速、连霍公路安徽段收入构成公司通行费收入的主要四大来源。具体而言，受收费政策变化、九江大桥施行桥梁检修、客货车结构调整以及分流的共同影响，高界高速通行费收入同比大幅下降21.86%。广祠高速因货车流量下降导致路费收入略降1.87%。宁淮高速公路天长段受益于南京长江四桥通车带来的车流量增长，其当年通行费收入同比增长19.78%，系公司收入增幅最大的路段。此外，其余路段通行费增幅较上年均有所上升。

值得关注的是，随着2013年国家各项减免范围的扩大，公司各项减免金额也在快速增长。2013年春节、清明、五一及国庆假期，公司共免收小型客车约316.9万辆，免收金额约为1.39亿元。同时，公司共减免绿色通道车辆约87.51万辆，减免金额约2.80亿元。此外，持安徽交通卡享受刷卡优惠的减免金额约为1,403万元，较上年增长67.02%。由此可见，收费政策的变化对公司的通行费收入带来一定的负面影响。

图 1：2013 年公司各运营路段通行费收入构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着在建和新建项目的持续推进，公司仍面临较大的资本支出压力

近年来，公司投建宁宣杭高速公路项目以及部分路段改扩建等，给公司也带来一定的资金压力。2013年公司完成各类项目投资合计9.91亿元，其中宁宣杭高速公路项目宣城至宁国段建设工程完成投资3.29亿元，累计完成投资20.1亿元；宁宣杭高速公路宁国至千秋关段投入6.14亿元，累计完成投资9.58亿元；宣广高速改建项目投入0.48亿元，累计完成投资1.62亿元。

目前公司仍持续推进宁宣杭高速公路项目，其分三期建设，一期工程宣城至宁国高速公路已于2013年12月31日全线通车，二期工程宁国至千秋关段预计于2015年完工，三期工程狸桥至宣城段正在办理征地拆迁和相关报批工作，2014年上半年将开工建设。

未来公司较大的资本支出项目主要为在建的宁宣杭高速公路宁国至千秋关段、新建的宁宣杭高速公路狸桥至宣城段项目和现有路段的改扩建项目，2014~2016年资本性支出计划分别为10.15亿元、25.68亿元和29亿元，公司后续资本支出规模将进一步提高。

整体看，随着公司在建项目及新建项目的推进，公司未来仍将面临较大的资本支出压力。但各项工程的完工将使公司的通行能力大幅提高，有助于公司收入规模的进一步提升。

表 6：2013 年公司主要项目投资情况

单位：亿元

路段	计划总投资	年内投资	累计投资	尚未投资
宁宣杭高速公路项目宣城至宁国段	26.78	3.29	20.10	6.68
宁宣杭高速公路宁国至千秋关段建设工程	26.70	6.14	9.58	17.12
宣广高速改建项目	1.62	0.48	1.62	0

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司参股产业多元化发展，各金融业务发展逐步成熟，业务规模逐渐扩大，能对公司形成重要的利润补充

近年来，公司在参股综合性金融公司的基础上，逐步开展典当、担保、小贷等金融业务，并积极拓展海外业务，为公司寻求新的利润增长点。2012年公司以71.43%的持股比例成立了皖通典当，目前典当业务已成为公司的第二大主营业务。2013年皖通典当累计发放当金2.29亿元，全年实现营业收入5,731万元，净利润2,962万元，盈利能力有所提高。同时，2013年末安徽新安金融集团股份有限公司已有10家成员公司，总资产64.77亿元，全年实现营业收入10.83亿元，净利润7.08亿元。此外，2013年公司参股的合肥市皖通小额贷款有限公司实现营业收入4.30亿元，取得净利润2.25亿元。

整体看，鉴于目前市场流动性仍然较紧，中小企业融资环境仍有待放松，未来公司所投的金融产业仍将具有一定的发展空间。但其经营范围都是为中小企业提供小额贷款及典当业务，投资方向较单一，投资集中度较高，随着市场竞争的加剧，其业务经营和风险控制能力有待提高。

综合来看，在安徽省三大区域战略平台推进步伐加快且公司路产规模扩大情况下，公司通行条件提高，但收费政策的变化、多元化的出行方式以及路网变化仍将对公司业务产生冲击。同时，在建项目及新建项目的持续推进也将使公司面临较大的资本支出压力。

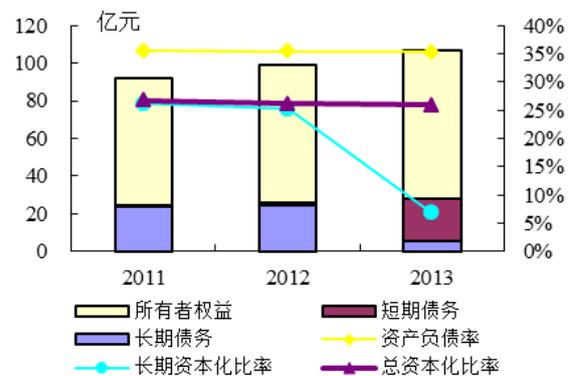
财务分析

以下财务分析基于经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011~2013年公司合并财务报告。其中，2011年财务数据为2012年财务报表的期初数，2012年数据采用2013年财务报表的期初重列数。

资本结构

近年来公司业务多元化发展持续推进，资产和负债规模相应逐步扩大。但随着留存收益的逐年积累，公司自有资本不断夯实，负债水平较为稳定。2013年公司总资产为122.03亿元，同比增长7.67%，负债总额43.09亿元，同比上涨7.36%。资产与负债增幅相近。同时，资产负债率和总资本化比率分别为35.31%和25.98%，负债水平较上年进一步下降，且在高速公路行业内处于较低水平。

图 2：2011~2013 年公司资本结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7: 2013 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	312.86	46.87
宁沪高速	258.49	25.10
赣粤高速	256.34	52.60
深 高 速	228.40	50.79
四川成渝	193.38	51.89
粤高速 A	126.94	60.20
现代投资	114.41	61.67
皖通高速	113.34	35.31
重庆路桥	53.66	60.99
东莞控股	52.45	30.48
楚天高速	37.57	69.90
福建高速	192.11	51.91
平均值	161.66	49.81
中位数	159.53	51.90

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

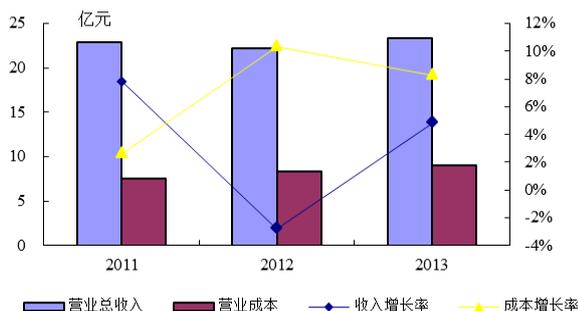
在债务结构方面, 由于 2013 年公司新增了港币贷款致使短期借款大幅增加, 同时 2009 年 12 月发行的 20 亿元公司债将于 2014 年 12 月到期, 公司将应付债券调入一年内到期的非流动负债, 致使当年公司短期债务同比大幅增加至 21.94 亿元, 同期长短期债务比从上年的 0.05 上升至 3.80。因此, 公司将面临较大的资金集中兑付的压力, 债务结构有待优化。

总体来看, 虽然公司短期偿债压力较大, 但公司资本支出规模相对可控, 财务杠杆处于行业较低水平, 财务结构较稳健。

盈利能力

公司收入主要来源于通行费收入, 在区域经济发展保持发展以及公司交通量上升的作用下, 2013 年公司实现通行费收入 21.88 亿元, 较上年增长 2.86%。同时, 在典当业务规模提升的带动下, 公司 2013 年营业收入同比增长 4.84%至 23.30 亿元。

图 3: 2011~2013 公司收入成本结构分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司营业成本主要由折旧摊销、维修费用、其他业务成本构成, 其中折旧摊销约占 63.47%, 公路维修费用约占 9.36%。2013 年公司营业成本合计为 8.98 亿元, 同比增长 8.26%, 主要系宁宣杭高速公路(安徽段)之宣城至宁国段高速公路于 2013 年 9 月正式通车而引起的无形资产摊销和固定资产折旧增加所致。

表 8: 2012~2013 年公司营业成本构成比例

	2012 年	2013 年
折旧及摊销	63.98	63.47
公路维修费用	8.49	9.36
其他业务成本	27.53	27.17
合计	100	100

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2013 年公司财务费用保持相对稳定, 仅增长 0.44%。但由于管理人员职数及计提管理类资产折旧较去年增加, 导致管理费用同比增长 12.10%。公司 2013 年三费收入占比仍为 9.49%, 与上年持平。整体看, 公司费用整体控制能力依然较好。

在利润方面, 受益于收入规模的上升, 2013 年公司实现利润总额 12.09 亿元, 同比增长 8.38%。2013 年公司投资收益规模上升, 其经营性业务利润占比从上年的 99.11%下降至 93.36%。同时, 在营业成本增加下, 公司毛利空间缩小, 2013 年公司营业毛利率较上年略降至 61.47%, 但仍处于行业较高水平。

表 9: 2013 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	58.31	66.37
宁沪高速	76.14	51.48
赣粤高速	39.13	44.67
深 高 速	32.79	53.46
四川成渝	71.35	28.83
粤高速 A	13.28	30.45
现代投资	17.54	61.20
皖通高速	23.30	61.47
重庆路桥	3.35	89.16
东莞控股	7.65	64.88
楚天高速	10.11	63.33
福建高速	26.25	66.94
平均值	31.60	56.85
中位数	24.78	61.34

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

现金获取方面，在利润总额和摊销增长的情况下，公司 2013 年实现 EBITDA 18.97 亿元，同比增长 7.84%，获现能力有所提高。由于皖通典当发放当金较去年同期有所减少，当年公司经营性净现金流同比增长 14% 至 14.93 亿元。此外，安排定期存款及购买银行理财产品致使当年公司投资活动现金净流出 15.51 亿元，同时偿还债务规模增加以及未吸收投资导致当年筹资活动现金净流出 1.59 亿元。

整体看，在营业成本上升快于收入规模增长的情况下，公司利润空间被挤压，但公司路产规模进一步扩大，盈利能力和获现能力仍处于较好水平。

偿债能力

随着公司各主要项目陆续推进，公司债务规模逐年增加，2013 年总债务规模为 27.71 亿元，同比上升 6.82%。从偿债能力指标看，在 EBITDA 规模上升的作用下，公司 2013 年总债务/EBITDA 为 1.46 倍，与上年相近，EBITDA 利息保障倍数略增至 12.86 倍。同时，公司经营性现金流的增加使 2013 年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数均有所提高，分别为 0.54 倍和 10.12 倍。整体而言，2013 年各项偿债能力指标较上年略有提高，公司偿债能力依然很强。

表 10：2011~2013 年公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	0.74	1.30	21.94
长期债务（亿元）	23.92	24.64	5.77
EBITDA（亿元）	19.05	17.59	18.97
EBITDA 利息倍数（X）	13.94	12.03	12.86
总债务/EBITDA（X）	1.29	1.47	1.46
经营活动净现金流量（亿元）	15.58	13.10	14.93
经营活动净现金流/总债务（X）	0.63	0.50	0.54
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	11.40	8.95	10.12

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司对外担保 1.81 亿元，担保余额占公司净资产的 2.56%，担保对象全部为向子公司安徽宁宣杭高速公路投资有限公司银行借款提供担保，或有风险较小。

财务弹性方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司在各类银行获得授信额度为 33.59 亿元，尚未使用额度为 26.58 亿元。同时，公司于 2009 年 6 月与纽约

梅隆银行建立了 50,000,000 份美国存托凭证计划 (ADR)，每份存托凭证代表 10 股本公司于香港联合交易所上市的 H 股股份，仅限于美国店頭市场交易，预计未来该计划的实施将提升公司的财务弹性。整体看，公司备用流动性充足，财务弹性较好。

总体看，随着未来公司宁宣杭高速公路项目的持续投入，公司债务规模将逐步加大，公司面临一定的债务压力。不过目前公司经营状况较好，经营性现金流尚属稳定，财务弹性良好，公司偿债能力依然很强。

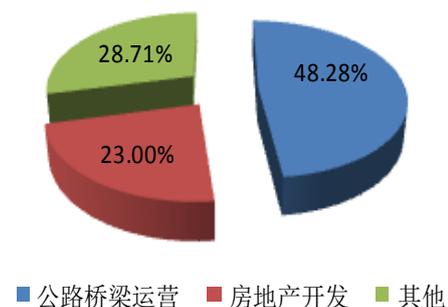
担保实力

安徽省高速公路控股集团有限公司（以下简称“集团公司”或“集团”）系安徽省两大省级公路投资主体之一，综合实力雄厚。

业务运营

集团公司业务主要可分为公路桥梁运营、房地产开发及其他业务三大业务板块，2013 年各板块营业收入占比分别为 48.28%、23%、28.71%，仍以公路桥梁运营为主。2013 年集团公司实现营业收入 158.42 亿元，同比增长 25.03%，增速较上年提高 13.24 个百分点。

图 4：2013 年集团公司收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在公路桥梁业务方面，截至 2013 年末，集团公司拥有各类公路桥梁 31 条，营运里程合计 2,156.35 公里，其中高速公路 28 条，其总里程 2,109.15 公里，约占全省同类道路的 60%，集团路产垄断优势明显。受益于各沿线经济的平稳增长以及周六、绩黄、芜雁高速以及马鞍山东环等的建成通车，2013 年集团公司各路段实现通行费收入 75.98 亿元，同比增长 14.07%。同时，集团公司目

前仍有大量在建高速公路项目，预计这些路段建成后将有效提升集团公司的路产规模。

房地产业务方面，集团公司以安徽为基地，并逐步扩大房地产投资的范围。由于 2013 年滁州、铜陵和池州项目分别确认收入 4.63 亿元、5.59 亿元和 2.55 亿元，使得当年集团公司实现房地产业营业收入 36.44 亿元，较 2012 年上升 30.21%。

集团公司以高速公路建设营运为主业，积极推进所属路段的广告、检测、仓储运输、油品销售等业务，并在 2012 年新增小额贷款和典当业务，业务结构趋于多元化。2013 年受益于原有加油站销售量增加及加油站规模的增长，安徽省高速石化有限公司（以下简称“高速石化”）当年营业收入同比增长 81.11% 至 36.24 亿元。同时，小额贷款和典当业务也为集团公司实现 1 亿元的收入规模，较 2012 年大幅提高。2013 年全年集团公司其他业务实现营业收入合计 45.49 亿元，同比增长 44.46%，未来金融业务以及油品销售仍将为集团公司收入规模的提升起到重要的促进作用。

总体看，集团公司各板块业务经营状况向好发展，不过我们也关注到随着安徽省公路网建设进程的推进，集团作为全省公路投资主体之一，目前在建及拟建的项目规模较大，未来也将面临一定的资本支出压力。

财务状况

集团公司自有资本实力较强，资产规模逐年增长，但在建项目数量较多且规模较大，导致资本支出压力加大，负债水平维持高位运行。截至 2013 年 12 月 31 日，集团公司资产总额为 1,126.32 亿元，同比增长 9.26%，净资产为 366.96 亿元，资产负债率较上年上升至 67.42%。

盈利能力方面，集团公司 2013 年实现营业收入 158.42 亿元，同比增长 25.03%，取得净利润 16 亿元，同比上升 108.41%。同时，2013 年集团公司实现 EBITDA 76.13 亿元，同比增长 12.51%，获得经营活动现金净流入 63.87 亿元，同比上升 30.56%。整体而言，集团公司获现能力仍处于较好水平，盈利能力进一步提升。

偿债能力方面，随着各项目陆续推进，集团公

司债务规模逐年增加，2013 年总债务规模为 588.07 亿元，同比上升 3.13%。从偿债能力指标看，集团公司 2013 年总债务/EBITDA 为 7.72 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.22 倍，较上年有所提高。同时，2013 年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数略有上升，分别为 0.11 倍和 1.86 倍。总体来看，随着收入规模的提升，当年集团公司整体偿债能力有所提高。

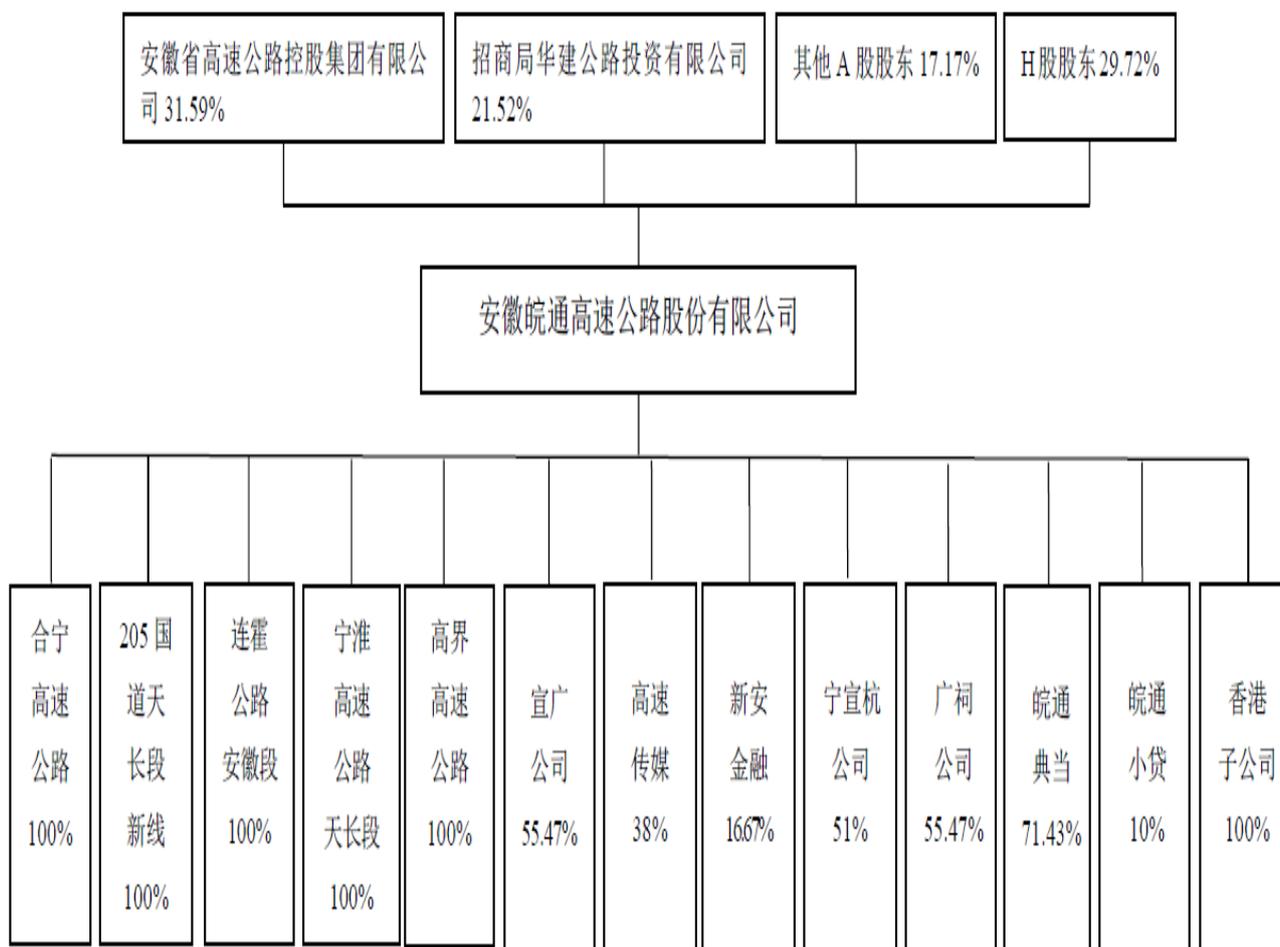
或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，集团公司对外担保 16.51 亿元，担保余额占当年经审计的归属于母公司净资产的 5.41%。总体看，集团公司或有风险可控。此外，集团公司备用流动性充足，财务弹性较好。

中诚信证评认为，集团公司系安徽省最大的交通基建集团，综合实力雄厚，区域路产垄断优势明显，具有很强的财务实力和抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

结论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AAA，维持公司主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定。

附一：安徽皖通高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：安徽皖通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)	2011	2012	2013
货币资金	60,322.28	76,283.76	90,407.29
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
存货净额	341.34	355.45	382.40
流动资产	79,133.64	101,299.72	134,806.63
长期投资	32,928.53	55,631.63	57,097.33
固定资产合计	99,921.66	100,144.78	131,892.91
总资产	1,045,677.08	1,133,416.14	1,220,296.81
短期债务	7,405.00	13,042.82	219,420.58
长期债务	239,217.33	246,377.56	57,705.00
总债务(短期债务+长期债务)	246,622.33	259,420.38	277,125.58
总负债	371,922.37	401,393.06	430,927.43
所有者权益(含少数股东权益)	673,754.71	732,023.09	789,369.38
营业总收入	228,721.61	222,250.70	233,010.42
三费前利润	145,741.24	131,609.19	134,943.39
投资收益	802.00	1,203.10	8,865.61
净利润	95,777.30	83,806.86	91,721.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	190,551.56	175,921.58	189,712.34
经营活动产生现金净流量	155,787.10	130,979.19	149,312.67
投资活动产生现金净流量	-128,455.22	-124,275.20	-155,076.58
筹资活动产生现金净流量	-48,844.57	9,257.49	-15,952.85
现金及现金等价物净增加额	-21,512.69	15,961.48	-21,716.76
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	67.13	62.69	61.47
所有者权益收益率(%)	14.22	11.45	11.62
EBITDA/营业总收入(%)	83.31	79.15	81.42
速动比率(X)	0.93	1.11	0.46
经营活动净现金/总债务(X)	0.63	0.50	0.54
经营活动净现金/短期债务(X)	21.04	10.04	0.68
经营活动净现金/利息支出(X)	11.40	8.95	10.12
EBITDA 利息倍数(X)	13.94	12.03	12.86
总债务/EBITDA(X)	1.29	1.47	1.46
资产负债率(%)	35.57	35.41	35.31
总债务/总资本(%)	26.80	26.17	25.98
长期资本化比率(%)	26.20	25.18	6.81

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：安徽省高速公路控股集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	653,661.17	565,455.89	530,004.36
应收账款净额	28,865.43	30,306.85	24,063.46
存货净额	539,845.55	728,577.67	959,113.42
流动资产	1,427,265.92	1,528,291.89	1,912,349.22
长期投资	351,175.71	410,106.04	410,209.26
固定资产合计	5,328,598.13	6,394,130.93	7,033,525.48
总资产	9,514,966.96	10,308,484.01	11,263,201.93
短期债务	825,721.72	1,168,990.76	1,510,887.16
长期债务	4,328,881.86	4,533,109.81	4,369,844.76
总债务（短期债务+长期债务）	5,154,603.58	5,702,100.58	5,880,731.92
总负债	6,244,786.11	6,841,574.30	7,593,604.07
所有者权益（含少数股东权益）	3,270,180.85	3,466,909.71	3,669,597.86
营业总收入	915,935.70	1,267,108.97	1,584,207.65
三费前利润	399,901.21	467,095.72	542,804.17
投资收益	27,183.26	23,421.67	28,018.47
净利润	92,007.28	76,750.42	159,954.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	607,989.56	676,621.95	761,292.77
经营活动产生现金净流量	549,579.88	489,168.64	638,650.08
投资活动产生现金净流量	-965,049.32	-688,249.85	-808,106.79
筹资活动产生现金净流量	643,911.58	110,668.14	133,902.36
现金及现金等价物净增加额	228,438.17	-88,205.28	-35,451.53
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	47.43	42.57	38.43
所有者权益收益率（%）	3.92	2.21	4.36
EBITDA/营业总收入（%）	66.38	53.40	48.06
速动比率（X）	0.51	0.39	0.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.09	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.67	0.42	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	2.07	1.52	1.86
EBITDA 利息倍数（X）	2.29	2.10	2.22
总债务/EBITDA（X）	8.48	8.43	7.72
资产负债率（%）	65.63	66.37	67.42
总债务/总资本（%）	61.18	62.19	61.58
长期资本化比率（%）	56.97	56.66	54.36

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附四：基本财务指标的计算公式

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

全面摊薄的净资产收益率 = 归属于母公司的净利润 / 期末归属于母公司的所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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
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。