



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪330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⁺，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十五日

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（2018）

发行主体	福建发展高速公路股份有限公司		
债券名称	福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券		
债券简称	15 闽高速		
债券代码	122431.SH		
发行规模	20 亿元		
存续期限	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）		
上次评级时间	2017/6/14		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

基本观点

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”）控股的 3 条高速公路质量较好，虽 2017 年平行高速的分流影响有所显现，但在私家车保有量持续高速增长、主要路产货车通行量回升等带动下，公司整体经营状况依然良好。同时，公司盈利能力及现金流表现良好、财务结构保持稳健均为公司债务偿付提供了有力保障。此外，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、参股路产浦南高速持续亏损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⁺，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⁺。

正 面

- 良好的外部经营环境对公司业务经营提供支撑。2017 年福建省实现 GDP28,519.15 亿元，同比增长 8.4%，经济状况平稳发展，为高速公路行业发展和公司高速公路业务提供有效支撑。
- 盈利能力及现金流表现良好。公司路产资质优良，且均已进入成熟期，盈利能力较好。2017 年，公司营业毛利率为 60.59%，实现利润总额 11.65 亿元，净利润 8.63 亿元，净资产收益率达 8.18%。同时，高速公路的收现情况良好，公司现金流充裕，2017 年公司经营活动净现金流为 17.59 亿元。
- 财务结构保持稳健。近年来公司财务杠杆水平不断下降，财务结构较为稳健。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 39.45% 和 33.54%。

概况数据

福建高速	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	98.16	102.07	105.48	107.89
总资产（亿元）	183.15	179.63	176.35	178.18
总债务（亿元）	70.20	63.03	54.79	54.45
营业总收入（亿元）	25.78	25.28	24.74	6.24
营业毛利率（%）	63.44	65.99	60.59	67.19
EBITDA（亿元）	19.87	20.62	20.11	-
所有者权益收益率（%）	7.44	8.69	8.18	-
资产负债率（%）	46.41	43.18	40.19	39.45
总债务/EBITDA（X）	3.53	3.06	2.73	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.16	6.94	7.89	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分 析 师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

吴凯琳 klwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月15日

关 注

- 分流效应依然存在。2017 年公司罗宁高速路段受平行线宁连高速分流影响较大，全年车流量按车型收费标准折算日均车流量同比下降 36.78%至 11,459 辆。2015~2020 年，福建省将实施福州-马尾-长乐机场城际铁路等 6 个项目，总里程 583 公里，加之 2017 年福建省“五个工程”交通建设攻坚活动的开展，随着省内轨道交通及高速公路网的持续完善，公司经营路产面临的分流压力将加大。
- 参股路产浦南高速持续亏损。受路线规划（绕道武夷山）以及赣粤高速分流影响，浦南高速单公里通行量较低，加之财务费用和运营成本较高，浦南公司常年处于经营亏损状态。2015-2017 年浦南公司营业亏损额分别为 3.39 亿元、2.70 亿元及 2.48 亿元，负面影响了公司整体盈利水平。
- 高速公路收费政策变化对公司经营造成一定影响。《收费公路管理条例》作为对高速公路行业影响最直接的政策，中诚信证评将持续关注其修订进展情况和未来可能发生的变化，以及由此对公司高速公路运营业务产生的影响。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

债券发行兑付及募集资金使用情况

福建发展高速公路股份有限公司2015年公司债券（债券简称为“15闽高速”、债券代码为“122431.SH”）于2015年8月11日完成发行，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。本次债券的兑付日为2020年8月11日，若发行人行使赎回选择权，到期日为2018年8月11日；若投资者行使回售选择权，到期日为2020年8月11日。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券实际发行额为20亿元，最终票面利率为3.53%。

扣除发行费用后，募集资金总额为199,000万元，截至2017年末已全部使用完毕，其中18,117.67万元用于偿还金融机构借款，22,182.33万元均用于补充公司流动资金，剩余158,700万元用于归还“11闽高速”公司债。

公司每年按时付息，募集资金使用严格按照募集说明书约定，在使用过程中履行了相关程序，且募集资金专项账户运作正常。

行业分析

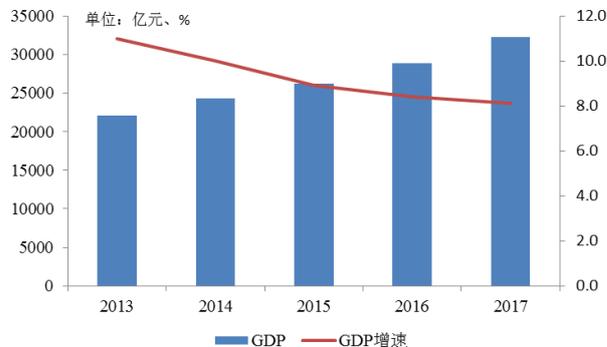
2017年，我国国民经济维持稳定发展，加之福建省区域经济的平稳发展、高速路网效应的增强及汽车保有量稳步提升，均为高速公路行业发展提供有效支撑，但需关注铁路网建设对高速公路的分流影响

在全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进背景下，2017年我国经济延续了2016年下半年以来稳中向好态势，全年实现国内生产总值（GDP）827,122亿元，比上年增长6.9%。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。

从区域情况来看，2017年，福建省实现GDP 32,298.28亿元，同比增长8.1%。其中，第一产业增加值2,442.44亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值15,770.32亿元，同比增长6.9%；第三产业增加值14,085.52亿元，同比增长10.3%。三次产业结构由上年的8.2:48.9:42.9调整为7.6:48.8:43.6，

整体产业结构得以优化。2017年末福建省常住人口3,911万人，比上年末增加37万人；全年人均地区生产总值82,976元，比上年增长7.1%。

图1：2013~2017年福建省GDP及增速情况



资料来源：福建省统计公报，中诚信证评整理

2017年福建省交通运输业保持增长。截至2017年末，福建省公路通车里程达10.80万公里，比上年增长1.2%，其中海西高速公路网通车里程5,227.75公里，同比增长4.1%。同期，全省汽车保有量558.23万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长12.8%，其中私人汽车保有量492.88万辆，增长12.9%。2017年，福建省完成货运量13.23亿吨，比上年增长9.9%，货物周转量6,785.16亿吨公里，增长11.7%；完成客运量54,117.63万人，比上年下降0.2%，旅客周转量1,086.22亿人公里，增长10.0%；同期，实现交通运输、仓储和邮政业增加值1,889.68亿元，比上年增长8.3%。

区域路网规划方面，为贯彻落实新颁《国家公路网规划（2013年-2030年）》，进一步发挥高速公路在福建省全面建成小康社会，全面实施《海峡西岸经济区规划》，推动建设中国（福建）自由贸易试验区、21世纪海上丝绸之路核心区、福州新区、福厦泉国家自主创新示范区、国家生态文明试验区，支持平潭综合实验区加快开放开发，2015年福建省启动全省高速公路网规划修编工作。2017年1月10日，福建省政府正式批复福建省高速公路网规划（2016~2030年），修编后的福建省高速公路网格局为“六纵十横”，总规模由之前规划的6,100公里增加至6,984公里。其中，国家高速公路4,138公里，省级高速公路2,846公里，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。

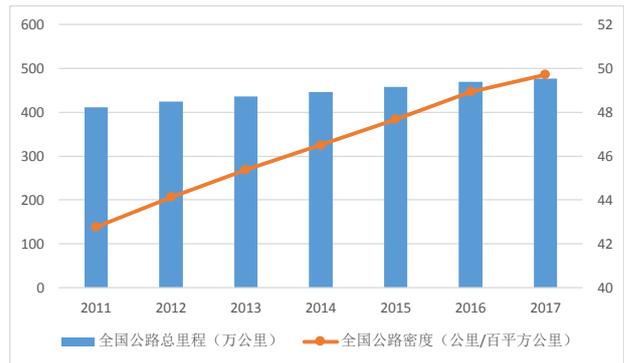
此外，2017年11月22日，福建省发改委公布《关于印发实施福建省中长期铁路网规划的通知》，建议规划5条高速铁路、4个快速铁路项目、1条普速铁路、4条港口后方铁路通道，中长期内形成“三纵六横”的铁路网格局。由于城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，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，但铁路规模的扩大预计将会对高速公路造成一定分流影响。

收费高速公路行业呈稳定发展态势，需关注铁路规模的扩大对公路运输的分流影响

公路运输在受宏观经济影响的同时，具有刚性需求的特点，在社会汽车保有量延续双位数增长、居民收入提升消费升级、电子商务日趋发达而促进物流业飞速发展等利好因素支持下，具备持续增长的动力。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2017年末，全国公路总里程达477.35万公里，较上年末增加7.72万公里；公路密度49.72公里/百平方公里，较上年增加0.81公里/百平方公里；公路养护里程467.46万公里，占公路总里程97.9%。2017年末全国四级及以上等级公路里程433.86万公里，比上年增长11.31万公里，占公路总里程90.9%，提高0.9个百分点。二级及以上等级公路里程62.22万公里，增加2.28万公里，占公路总里程13.0%，提高0.3个百分点。高速公路里程13.65万公里，增加0.65万公里；高速公路车道里程60.44万公里，增加2.90万公里。国家高速公路10.23万公里，增加0.39万公里。

图2：2011~2017年全国公路总里程及密度



资料来源：2017年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理

运输量方面，2017年公路运输客流量稍有下滑，但在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2017年，我国旅客运输总量为184.86亿人次，其中公路完成旅客运输量145.68亿人次，占运输总量的79.35%；同年，我国货物运输总量为472.43亿吨，其中公路运输量达到368.69亿吨，占运输总量的78.04%。

周转量方面，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，2017年受铁路运输的影响，公路旅客周转量稍有下滑，但货物周转量持续增长。2017年我国旅客周转量9,765.18亿人公里，下降4.5%；货物周转量66,771.52亿吨公里，增长9.3%。

同时，汽车行业的快速发展对高速公路的发展形成了一定的支撑。近年来我国汽车产销呈现快速增长趋势，2017年汽车产销分别完成2,901.5万辆和2,887.9万辆，同比增长3.2%和3.0%。截至2016年末，汽车保有量达2.17亿辆，比上年增长11.8%，其中私人汽车保有量18,695万辆，增长12.9%。民用轿车保有量12,185万辆，增长12.0%。

总体来看，私家车规模的扩大，对公路运输产生了一定的积极作用，加之我国公路路网的不断完善，运输量快速增长，但同时也关注到铁路规模的扩大对公路运输产生了一定的分流作用。

收费公路行业政策环境亦保持平稳态势，《收费公路管理条例》的修订仍在进行

2017年收费公路行业政策环境保持平稳态势，自国务院印发《关于进一步推进物流业降本增效促进实体经济发展的意见》后，广东省、云南省、湖北省等地陆续推出了针对货车的优惠政策。虽然各

地的优惠政策有所不同，但整体上主要针对使用非现金支付以及合法装载的货车。从目前的情况来看，上述优惠政策对公司的项目营运表现并无重大影响。

《收费公路管理条例》的修订仍在进行中，但新报条例何时出台，目前尚无明确的时间。

业务运营

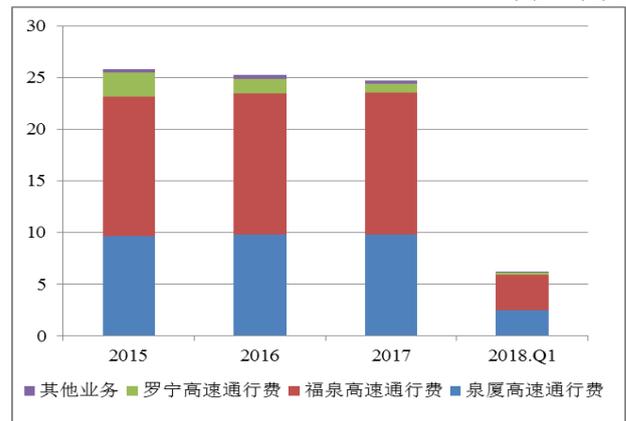
公司主营业务为高速公路投资、建设、收费和运营管理，主业经营突出。2017年，公司控股的路产未有变化，仍控股福泉高速、泉厦高速、罗宁高速三条，合计里程数为 282.10 公里，权益里程为 220.37 公里，权益里程在全省已通车高速公路里程中占比 4.22%；参股的浦南高速里程数 245 公里，公司持股其中的 29.78%。此外，公司还经营了高速公路广告、ETC 闽通卡、清障和经营开发等高速公路配套业务，同时还拓展了金融板块的投资。

从收入构成来看，公司控股路产通行费收入占营业收入的 98% 以上。2017 年，公司实现营业收入 24.74 亿元，高速通行费收入占比为 98.61%，其中

福泉高速、泉厦高速和罗宁高速分别为 13.74 亿元、9.80 亿元和 0.87 亿元，分别同比增加 1.67%、增加 0.58% 和减少 37.08%。近年福建省高速公路网逐步完善，对公司路产带来了一定的分流，其中罗宁高速受平行线宁连高速分流影响较明显，导致其通行费收入大幅下降，但该路段总体收入规模不大，对公司整体收入下滑的影响有限。

图 3：2015~2017 年及 2018 年一季度公司收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 1：截至 2017 年末公司控股路产情况

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	18 年
泉厦高速	100%	81.89	2010.9~2035.9	8 车道	17 年
罗宁高速	100%	33.11	2008.1~2028.3	4 车道	10 年
小计	-	282.10	-	-	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司控股路产地理位置优越、质量优良，2017 年客、货两大类车型通行量表现不同，但受分流效应、收费优惠等政策影响，公司整体通行费收入小幅下降

公司控股的 3 条高速中，福泉高速与泉厦高速均系交通主干道，区位优势较好。2016 年三季度以来，全国货运物流需求增加，且随着 2016 年 8 月 18 日《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》和《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》的发布，交通运输部和公安部加强了对货车非法改装现象、高速公路和国省干线公路超限超载以及公路货车违法超限超载、强行冲卡等违法行为的打击力度，对高速公路货车流量产生

了一定积极影响。受上述因素影响，2017 年福泉高速和泉厦高速的货车通行量均出现较大回升。客运方面，受福建省内高速公路网逐步完善及高铁分流的影响，公司所属路产的客车通行量均出现了小幅下滑。通行费收入方面，受全省铁路网络和高速公路网完善带来的分流效应，加上重大节假日小型客车免费通行和鲜活农产品车辆免征政策等因素的叠加影响，2017 年，公司高速公路运营压力加大，控股路产当期实现通行费分配收入 24.42 亿元，剔除“营改增”影响后，较上年小幅下降 0.94%。

从各路段的通行量来看，为改善福泉高速公路镜洋段周边交通状况，2017 年公司实施了“沈海高速公路镜洋互通工程”，并于 2017 年末建成通车。受益于镜洋互通工程的完工及货车治超方案的实

施，2017年，公司福泉高速日均车流量小幅增长0.74%，其中货车按计重收费标准折算的日均车流量为16,794辆，同比增加2.98%，客车按车型收费标准折算日均车流量21,950辆，同比减少0.91%；同期，该路段实现通行费分配收入13.74亿元，剔除“营改增”影响后，同比增加1.67%。

泉厦高速方面，受省高速路网完善及高铁分流的影响，2017年泉厦高速日均车流量小幅增长0.02%，其中客车按车型收费标准折算日均车流量36,701辆，同比减少0.90%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为21,532辆，同比增加1.62%，货车流量依然保持增长态势。2017年该路段通行费分配收入9.80亿元，剔除“营改增”影响后，同比增加0.58%。

罗宁高速方面，2017年受平行线宁连高速建成通车的分流影响，该路段客货车车流量均出现明显下滑，其中客车按车型收费标准折算日均车流量为7,691辆，同比减少16.75%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为3,768辆，同比减少57.60%；同期，该路段实现通行费分配收入0.87亿元，剔除“营改增”影响后，较上年减少37.08%。未来，随着福建省“五个工程”交通建设攻坚活动推进，持续较大的交通项目建设及全省高速公路网的完善对公司运营路产产生的分流影响或将不断扩大，预计2018年罗宁高速路段的通行费仍将呈减少态势，但由于其里程较短，通行费下滑对公司高速公路业务的业绩影响相对较小。

表 2：2015~2018.Q1 公司控股路产经营情况

单位：亿元、辆/日

路段名称	2015		2016		2017		2018.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	通行费分配收入	折算全程日均车流量
福泉高速	13.54	客车：22,537 货车：15,410	13.64	客车：22,151 货车：16,308	13.74	客车：21,950 货车：16,794	3.40	客车：25,125 货车：14,963
泉厦高速	9.62	客车：36,312 货车：20,162	9.84	客车：37,036 货车：21,188	9.80	客车：36,701 货车：21,532	2.51	客车：41,994 货车：20,144
罗宁高速	2.29	客车：13,941 货车：16,172	1.40	客车：9,238 货车：8,887	0.87	客车：7,691 货车：3,768	0.24	客车：9,725 货车：3,374

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

改扩建方面，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，主体建设和投资已基本完成，仅剩余少量尾工工程陆续在建。截至2017年末，泉厦、福泉高速公路扩建工程已累计分别支出72.48亿元和55.36亿元，未来仍分别需投资1.76亿元和1.17亿元，后续资本支出压力相对可控。

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，由于福泉高速和罗宁高速安排路面大中修，使得当年公司养护费用支出大幅上升68.90%至1.87亿元。2018年，公司养护支出预算为2.08亿元，其中泉厦高速0.50亿元，福泉高速1.10亿元，罗宁高速0.49亿元。

总体来看，2017年，受益于福泉高速和泉厦高速货车通行量的回升，公司控股路产整体经营情况

良好。但福建省高速路网效应的增强对公司控股路产产生分流影响，中诚信证评将对后续路网分流情况及影响保持持续关注。

公司参股的浦南高速 2017 年车流量及通行分配收入有所回升，但受限于地理位置以及较高的运营成本，其经营长期处于亏损状态，对公司的整体盈利水平有所削弱

目前公司参股路产主要为浦南高速，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，其主要从事浦城至南平高速公路的经营管理业务，包括收费、养护、车辆施救等。截至2017年末，公司持有浦南公司29.78%的股权，浦南公司年末总资产及净资产分别为97.87亿元和4.75亿元。

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，作为经营性收费公路项目，其收费里程 245 公里，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 15.5 年。

表 3：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	15.5 年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受路线规划（绕道武夷山）以及赣粤高速分流影响，浦南高速单公里通行量较低，加之财务费用和运营成本较高，浦南公司常年处于经营亏损状态。2017 年，受福建省私家车保有量增长影响，浦南高速路段日均车流量为 6,447 辆，同比增长 13.50%。2017 年浦南公司实现营业收入 4.16 亿元，同比上升 16.52%，其中通行费分配收入 4.01 亿元，剔除“营改增”影响后，同比增长 17.04%；营业亏损 2.48 亿元，亏损同比收窄 8.15%；净利润亏损 2.47 亿元，净利润亏损同比扩大 8.81%。当年公司确认投资收益亏损 0.74 亿元。

总的来看，2017 年，浦南高速的通行量及通行费有所增长，营业亏损规模有所减少，但浦南公司仍处于亏损状态，对公司整体盈利水平有一定的负面影响，其未来发展状况及其对公司经营的影响值得关注。

公司加大金融板块的投资，但由于业务起步较晚，所投的财险公司处于暂亏状态，其后续业务开展及盈利情况需关注

按照“一主两翼”的发展战略，公司推动在高速公路运营主业之外，广泛寻求金融板块和大交运板块的投资发展机会，并结合近年来对市场的分析判断谨慎推进对外投资工作。

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 2018 年 3 月末，公司的持股比例仍为 3.17%，累计收到其派发的现金股利 7,700 多万元。

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%，为其第二大股东。2016 年 8 月底，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。2017 年作为海峡财险开业后

第一个完整经营年度，实现了较好的开局，原保费收入实现较大突破，完成福建省内各地市所有分支机构开业，同时在非车险收入方面也陆续取得重大突破，但由于开业初期计提保险行业相关的准备金，加之保险业务尚未形成规模效应、各项支出费用较高，仍处于暂亏状态。截至 2017 年末，海峡财险公司总资产 19.93 亿元，净资产 13.69 亿元，2017 年实现营业收入 2.19 亿元，营业利润-1.49 亿元，净利润-1.16 亿元。短期来看，海峡财险公司对公司经营业绩不会产生较大影响，未来随着保险行业的深入发展，“深耕福建、辐射全国”的海峡财险公司将会逐步走上发展的快车道。

整体来看，公司控股的三条高速公路质量较好，尽管 2017 年平行高速的分流影响有所显现，但在私家车保有量持续高速增长、主要路产货车通行量回升等带动下，公司整体经营状况依然良好。

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 2015 年、2016 年及 2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年第一季度财务报告，均为合并口径。

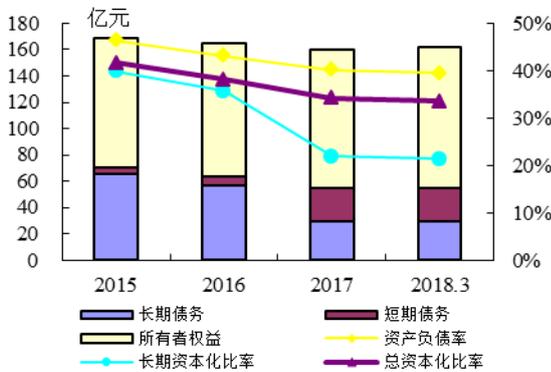
资本结构

随着福泉、泉厦高速公路扩建工程等项目的完工，公司逐步偿还了部分债务，总资产及负债规模随之下降，2017 年末资产总额为 176.35 亿元，同比下降 1.82%；同期末，公司负债总额 70.87 亿元，同比下降 8.62%。公司控股路段经营效益良好，利润积累使得公司自有资本实力不断夯实，2017 年末公司所有者权益合计 105.48 亿元，同比上升 3.34%。2018 年以来，公司自有资本实力进一步增强，资产规模持续扩大，负债规模进一步缩小，截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 178.18 亿元，负债总额 70.30 亿元，所有者权益 107.89 亿元。

得益于权益资本的积累及负债减少，公司财务杠杆水平有所下降，2017 年末资产负债率和总资本化比率分别为 40.19%和 34.19%，较上年分别下降 3.99 个百分点和 2.99 个百分点，与同行业企业相比，

公司资产负债率及总资本化比率均处于较低水平。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 39.45% 和 33.54%，财务杠杆水平呈进一步下降态势。

图 4：2015~2018.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

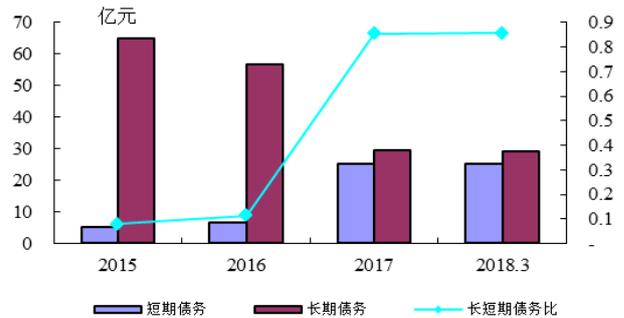
从资产结构来看，公司资产集中于非流动资产，2017 年末公司非流动资产总额 164.64 亿元，占总资产的比重为 93.90%，主要包括可供出售金融资产 9.98 亿元和固定资产 150.28 亿元。其中可供出售金融资产系对厦门国际银行的股权投资，与上年持平，公司系厦门国际银行的第七大股东，持股比例 3.17%；固定资产主要为公司控股高速路产等，较上年末减少 1.87%，主要系路产折旧所致。截至 2018 年 3 月末，公司可供出售金融资产和固定资产分别为 9.98 亿元和 148.77 亿元。

负债方面，随着银行借款的到期偿付，公司负债规模有所减少，2017 年末负债总额为 77.56 亿元，同比下降 8.74%，负债结构由上年末的以非流动负债为主变为以流动负债为主。截至 2017 年末，公司流动负债 36.37 亿元，占负债总额的比重为 51.32%。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债和应付账款构成。截至 2017 年末，一年内到期的非流动负债 25.24 亿元，较上年末增加了 20.55 亿元，主要系 2015 年发行的 5 (3+2) 年期 20 亿元公司债券（2018 年该债券即将进入行权期，致同会计师事务所出于谨慎原则将其调入“一年内到期的非流动负债”科目）和一年内到期的 5.26 亿元长期借款；应付账款主要系工程款，2017 年末余额为 7.70 亿元，较上年末增长 5.79 亿元。同期末公司非流动负债为 34.50 亿元，较上年减少 26.55 亿元，

主要系长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年 3 月末，流动负债和非流动负债分别为 35.92 亿元和 34.38 亿元，规模与结构均与 2017 年末几乎持平。

有息债务方面，公司主要通过发行债券和长期银行借款进行融资，跟踪期内随着 5.26 亿元长期借款即将到期，以及出于谨慎原则将 20 亿元公司债调入流动负债，造成长短期债务比大幅上升至 0.85 倍。截至 2017 年末，公司总债务为 54.79 亿元，同比减少 13.08%，主要系偿还了 1.80 亿元短期借款和 4.69 亿元到期的长期借款。2018 年 3 月末，公司总债务 54.45 亿元，债务规模和结构与 2017 年末基本持平。

图 5：2015~2018.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，自有资本实力不断夯实，总债务规模不断下降，财务杠杆比率随之不断下降，财务结构较为稳健，但随着长期债务的到期，公司面临一定的短期债务压力。

盈利能力

通行费分配收入为公司营业收入的主要来源。福建省高速公路网完善带来的分流效应开始显现，特别是罗宁高速受平行线宁连高速分流影响致使车流量出现明显下滑，2017 年公司营业总收入随之降至 24.74 亿元。营业毛利率方面，由于公司当年路产折旧调整及养护费用支出较上年增加，使得营业成本较上年增长 13.40%，营业毛利率较上年下降 5.40 个百分点至 60.59%。公司各控股路产均已进入成熟运营期，预计未来公司毛利率仍将维持在较高水平。2018 年 1~3 月，公司营业总收入为 6.24 亿元，毛利率上升至 67.19%。总体来看，公司毛利率处于行业较高水平。

表 4: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利情况

单位: 亿元、%

行业名称	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年 1~3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
泉厦高速	9.62	63.11	9.84	64.26	9.80	62.82	2.51	66.34
福泉高速	13.54	67.69	13.64	71.71	13.74	66.16	3.40	71.45
罗宁高速	2.30	49.44	1.40	34.82	0.87	-35.56	0.24	12.83
其他	0.32	-5.43	0.40	22.20	0.32	15.47	0.09	17.46
合计	15.78	63.44	25.28	65.99	24.74	60.59	6.24	67.19

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用以财务费用为主, 得益于有息债务减少, 2017 年公司财务费用同比大幅下降 15.34% 至 2.48 亿元。2017 年, 公司三费合计 3.14 亿元, 同比减少 11.79%, 同期三费收入占比为 12.68%, 较上年下降 1.39 个百分点, 2018 年 1~3 月, 公司三费收入占比进一步下降至 11.26%。

表 5: 2015~2018.Q1 公司三费收入比情况

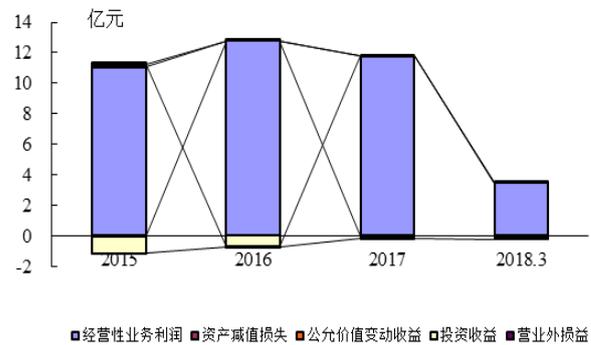
单位: 亿元、%

	2015 年	2016 年	2017 年	2018.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.63	0.63	0.66	0.15
财务费用	3.79	2.92	2.48	0.55
三费合计	4.42	3.55	3.14	0.70
三费收入占比	17.14	14.07	12.68	11.26

数据来源: 公司定期报告, 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。2017 年, 尽管三费收入占比下降, 但受营业收入下降、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 11.76 亿元, 同比下降 8.02%; 同期, 公司投资收益为 -0.17 亿元, 主要系对浦南公司长期股权投资确认的亏损和对厦门国际银行的投资收益。2017 年公司利润总额呈下降趋势, 当年利润总额为 11.65 亿元, 同比下降 3.80%, 全年实现净利润 8.63 亿元, 同比下降 2.67%。2018 年 1~3 月, 公司实现利润总额 3.30 亿元, 其中经营性业务利润 3.47 亿元, 投资收益 -0.22 亿元。

图 6: 2015~2018.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

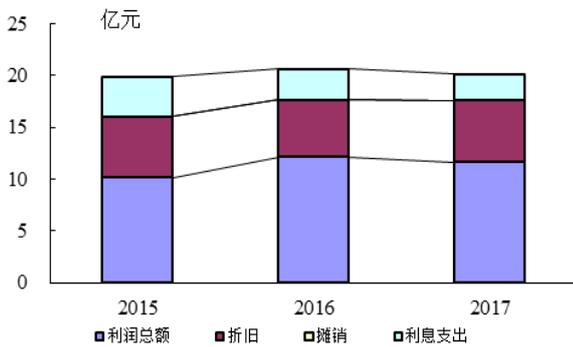
总体来看, 2017 年罗宁高速受平行线宁连高速分流影响而出现车流量明显下滑的情况, 公司收入规模出现小幅下降, 但公司高速公路业务毛利水平依然较高、期间费用控制能力较强, 整体盈利能力强。

偿债能力

经营活动现金流方面, 公司控股路产的收现能力良好, 但受罗宁高速通行费收入下降的影响, 经营活动净现金流有所弱化。2017 年, 公司经营活动净现金流为 17.59 亿元, 同比减少 3.54%; 同期, 公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.32 倍和 6.90 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障能力较好。

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。受利润总额下降影响, 2017 年公司 EBITDA 规模为 20.11 亿元, 同比下降 2.50%。

图 7: 2015~2017 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

偿债指标方面, 受益于逐年减小的债务规模和良好的经营及盈利状况, 公司 EBITDA 对本息偿付能力逐年增强。2017 年公司 EBITDA 利息倍数为 7.89 倍, 较同期增长 0.95 倍; 总债务/EBITDA 为 2.73 倍, 同比减少 0.33 倍。

表 6: 2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
长期债务 (亿元)	65.03	56.55	29.55	29.33
总债务 (亿元)	70.20	63.03	54.79	54.45
资产负债率 (%)	46.41	43.18	40.19	39.45
总资本化比率 (%)	41.70	38.18	34.19	33.54
EBITDA (亿元)	19.87	20.62	20.11	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.16	6.94	7.89	-
总债务/EBITDA (X)	3.53	3.06	2.73	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.98	6.14	6.90	7.64
经营活动净现金/总债务 (X)	0.33	0.29	0.32	0.32

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 2017 年末, 公司获得的银行授信额度 96.10 亿元, 其中尚未使用授信额度 20.69 亿元, 备用流动性尚可。

或有负债方面, 截至 2018 年 3 月末, 公司无对外担保及其他重大诉讼和仲裁事项。

受限资产方面, 公司受限资产主要系用于质押借款福泉高速、泉厦高速和罗宁高速的通行费收费权, 截至 2017 年末, 受限资产总额为 141.97 亿元, 占总资产的比重为 80.51%, 受限资产规模较大, 需关注公司资产流动性。

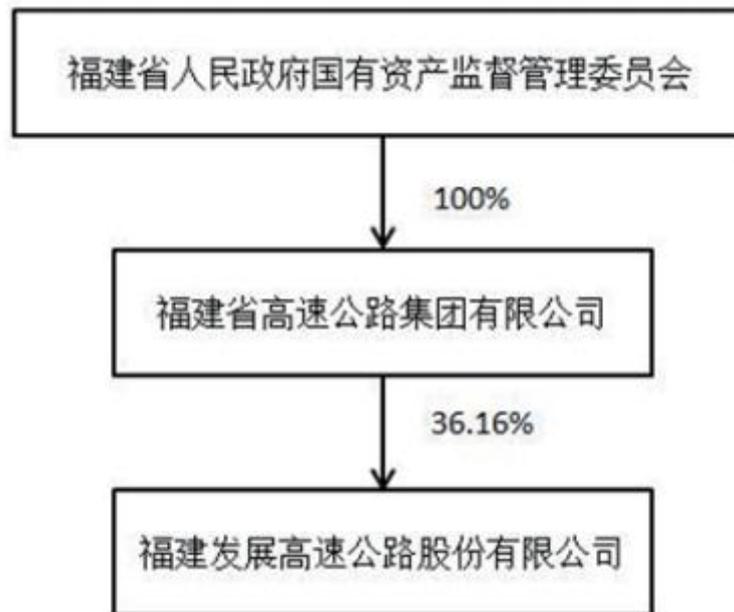
总体来看, 公司控股路产运营情况良好, 盈利

能力维持在较高水平, 且经营性净现金流及获现能力均能为债务本息提供较好保障, 整体偿债能力很强。

结论

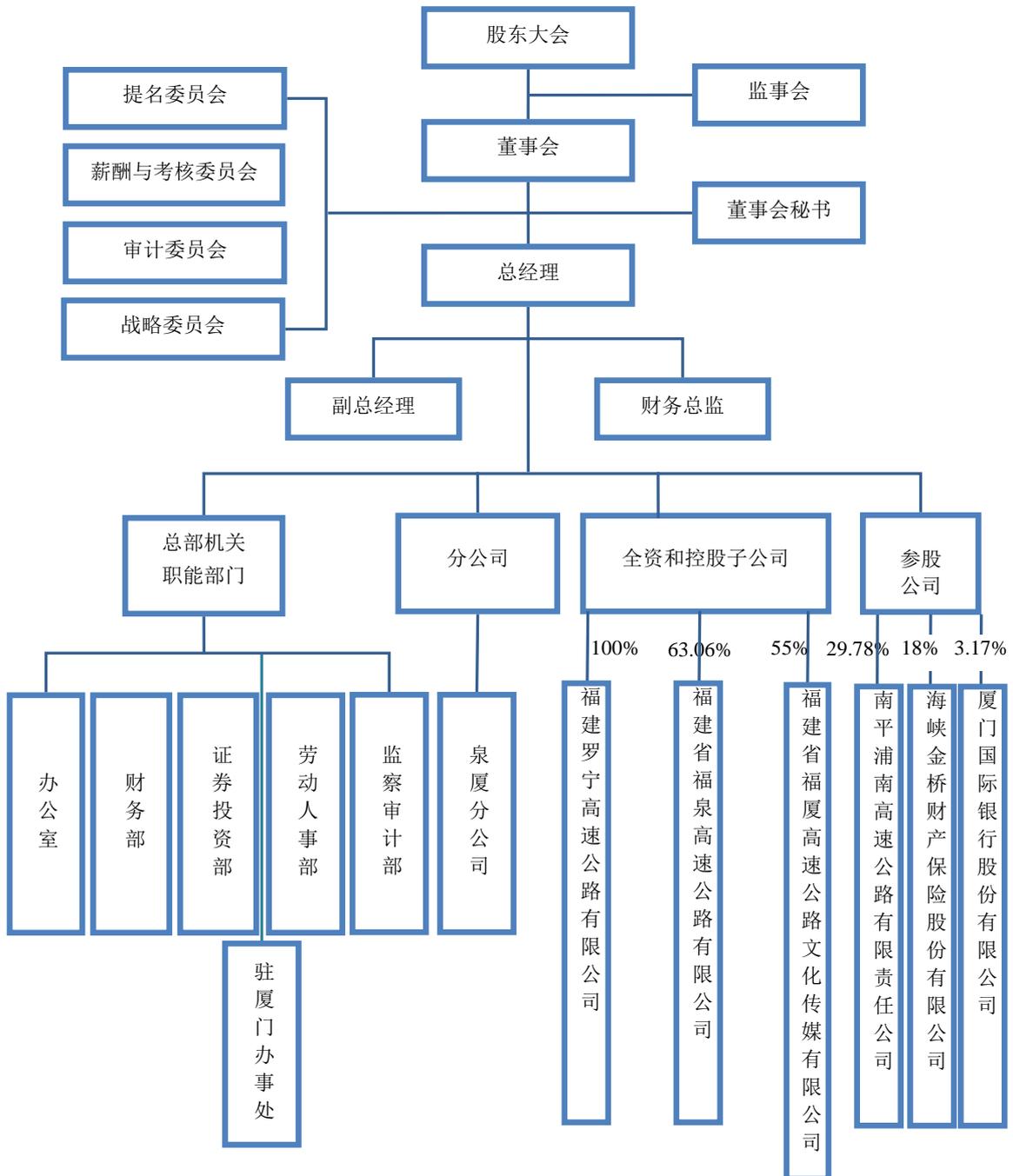
综上, 中诚信证评维持发行主体福建高速信用等级为 AA^+ , 评级展望稳定, 维持“福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA^+ 。

附一：福建发展高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：福建发展高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	68,825.67	66,927.77	74,210.21	100,803.85
应收账款净额	37,196.28	38,948.25	39,190.93	47,220.75
存货净额	1,226.02	889.36	961.14	794.41
流动资产	110,860.13	109,542.19	117,168.77	152,732.30
长期投资	127,868.69	147,797.13	138,377.01	136,137.23
固定资产合计	1,586,077.39	1,531,545.97	1,503,374.89	1,488,267.99
总资产	1,831,539.52	1,796,258.05	1,763,518.96	1,781,836.63
短期债务	51,715.00	64,860.00	252,359.88	251,194.39
长期债务	650,283.56	565,456.98	295,530.00	293,290.00
总债务（短期债务+长期债务）	701,998.56	630,316.98	547,889.88	544,484.39
总负债	849,937.71	775,563.61	708,709.57	702,984.38
所有者权益（含少数股东权益）	981,601.81	1,020,694.45	1,054,809.38	1,078,852.25
营业总收入	257,775.50	252,812.56	247,426.67	62,385.05
三费前利润	154,822.74	163,401.77	148,958.58	41,686.76
投资收益	-11,158.64	-7,071.56	-1,668.51	-2,184.52
净利润	73,019.55	88,700.63	86,329.79	24,098.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	198,728.76	206,215.54	201,052.54	-
经营活动产生现金净流量	229,989.49	182,344.73	175,884.37	43,288.73
投资活动产生现金净流量	-126,629.07	-33,324.22	-16,532.26	-9,361.37
筹资活动产生现金净流量	-76,263.97	-150,918.41	-152,069.67	-7,333.73
现金及现金等价物净增加额	27,096.45	-1,897.90	7,282.44	26,593.63
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	63.44	65.99	60.59	67.19
所有者权益收益率（%）	7.44	8.69	8.18	-
EBITDA/营业总收入（%）	77.09	81.57	81.26	-
速动比率（X）	0.68	0.66	0.32	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.29	0.32	0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	4.45	2.81	0.70	0.69
经营活动净现金/利息支出（X）	5.98	6.14	6.90	7.64
EBITDA 利息倍数（X）	5.16	6.94	7.89	-
总债务/EBITDA（X）	3.53	3.06	2.73	-
资产负债率（%）	46.41	43.18	40.19	39.45
总资本化比率（%）	41.70	38.18	34.19	33.54
长期资本化比率（%）	39.85	35.65	21.89	21.37

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费

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
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。